

SEMINARIO DE PROFESORES

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA II

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

(Universidad Complutense)

Sesión: 31 de enero de 2003

**INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA Y DESINVERSIÓN DE ESPAÑA EN LA DÉCADA FINAL
DEL SIGLO XX. UNA PRIMERA DEPURACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS**

CARLOS MANUEL FERNÁNDEZ-OTHEO

Profesor Titular de Economía Aplicada
Universidad Complutense de Madrid

(PRÓXIMA PUBLICACIÓN EN DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA FUNDACIÓN ORTEGA Y GASSET)

Índice

1. Introducción.	2
2. Aspectos metodológicos.	5
3. Inversión directa extranjera en España.	10
3.1. El efecto de las Entidades tenedoras de valores en el extranjero sobre la inversión directa	14
3.2. Una aproximación al valor de las entradas efectivas de inversión directa destinadas al sistema productivo nacional..	18
3.3. Inversión directa en el plano sectorial global	19
3.4. Procedencia geográfica de los flujos.	21
3.5. Servicios y manufacturas: dos sendas divergentes.	22
4. Inversión directa de España en el exterior.	30
4.1. El paso de la inversión directa recibida a la emitida.	33
4.2. Especialización sectorial	36
4.3. La búsqueda de ventajas de localización.	42
5. Inversión recibida y emitida al exterior: un balance paradójico	46
6. Conclusiones.	51
Referencias bibliográficas.	54

Dirección del autor: cmfotheo@ccee.ucm.es

1. Introducción(*)

La economía española dio un salto decisivo en su proceso de internacionalización en 1997, cuando por vez primera los flujos de inversión directa extranjera (IDE) emitidos superaron ampliamente a los recibidos, manteniéndose desde entonces (hasta 2001) como un país inversor neto en el escenario internacional. Y ello ha tenido su repercusión en el balance entre activos y pasivos financieros —la posición internacional de España frente al exterior por inversión directa—: desde comienzos del presente siglo (años 2000 y 2001), y por vez primera en su historia, dicho balance es favorable a España. Se ha dado por fin el paso necesario para acceder a la fase más avanzada en la internacionalización económica de un país⁽¹⁾.

Por extraño que parezca este hecho, está bien refrendado por las dos fuentes estadísticas españolas que, cada una por separado, ofrecen datos de IDE: Balanza de Pagos y Registro de Inversiones Extranjeras. Ambas han experimentado cambios metodológicos apreciables, a lo largo de la década de 1990, para adaptarse a la normalización de los movimientos internacionales de capitales y a la exigencia comunitaria de armonización de legislaciones; y ambas, en suma, se parecen cada vez más.

Esta *nueva fachada* de la IDE, que implica un cambio desde un modelo de internacionalización pasivo a otro activo, se ajusta con dificultad al papel que la literatura económica concede a la tecnología para explicar la dirección y características de los flujos de inversión y de comercio⁽²⁾. En un país que no se ha distinguido precisamente por su apoyo a los procesos de I+D, y que presenta, en consecuencia, pobres resultados tecnológicos (Buesa y Molero, 2001), el hecho de que los flujos de inversión directa emitidos superen a los recibidos no deja de sorprender. Bien es cierto que los indicadores tecnológicos no son los adecuados para explicar la situación de sectores no manufactureros, y prueba de esto es la fuerte especialización en la producción exterior de servicios, pero subsiste la paradoja cuando también en manufacturas el balance receptor/emisor es favorable a España desde hace algunos años.

Detrás de todo esto hay algunos hechos que interesa destacar. Para empezar, un entorno económico mundial, desde mediados de la década de 1990, muy favorable para la expansión de los flujos de IDE, con altas tasas de crecimiento del producto y procesos de liberalización y privatización de servicios públicos en muy distintas áreas económicas;

* Una primera versión de este documento, con el título: *Procesos de inversión y desinversión del capital extranjero en la economía española*, se presentó en el Seminario sobre *Internacionalización Tecnológica y Empresas Multinacionales. Nuevos retos para las Políticas de Innovación*, El Escorial, 22–26 de Julio de 2002, Madrid.

El profesor Rafael Myro fue el gran animador de este trabajo.

¹ Dunning y Narula (1994).

² Véanse, entre otros: Markussen (1995) y Narula y Wakelin (1998).

un aumento generalizado de la competencia, que fuerza a muchas empresas a fragmentar su producción entre distintos territorios para abaratar costes; o el paso adelante dado por la Unión Europea en su proceso de integración mediante la Unión Económica y Monetaria. Todo ello ha dado lugar a una difusión creciente de la producción internacional hacia países en desarrollo, expresada a través de IDE, y a una concentración empresarial de actividades en los países desarrollados, vía fusiones y adquisiciones. Ambos procesos están estrechamente relacionados puesto que la *consolidación empresarial* en esta era de acelerada internacionalización requiere actuar dentro de su propio ámbito competitivo —los países desarrollados— y, también, prestar atención a las nuevas oportunidades que surgen en los países emergentes³). Así pues, la relevancia de las fusiones y adquisiciones ha ido arrinconando en los países industrializados aquella IDE más ligada a la creación *ex—novo* de instalaciones productivas: la denominada *greenfield* (UNCTAD, 2002; OCDE, 2002). Tan importante ha sido este fenómeno que algunos autores reformulan ya el propio concepto de IDE como transferencia de activos empresariales desde los propietarios menos eficientes a los más eficientes (Lipsey, 2000).

España se ha visto favorecida por todo este proceso expansivo, aunque también perjudicada. Por un lado, participó activamente en la expansión de las actividades productivas en el ámbito internacional, alcanzando puestos de primer orden entre los países inversores. De otro, el aumento de la competencia que conlleva la internacionalización de las economías, incluido el propio proceso de integración comunitario— ha exigido a las empresas multinacionales una reordenación de su actividad productiva, acometiéndose las reestructuraciones pertinentes y dando lugar a cierres parciales o totales de plantas e incluso a abandonos de actividad productiva (Fernández—Otheo y Myro, 1995). En suma, desde una perspectiva más próxima, las nuevas circunstancias de un mercado sin barreras han supuesto, en alguna medida, un cierto olvido de los mercados nacionales, menos inversión y desplazamientos de actividad productiva hacia otros lugares. Y las ventajas de localización de que ha disfrutado España desde su ingreso en la Unión Europea parecen haber cambiado de signo. Como señala Dunning (2000), las mismas ventajas que en un determinado momento hicieron atractivo un país para el capital extranjero pueden transformarse más tarde en desventajas.

La creciente complejidad de los movimientos financieros está afectando la interpretación de los flujos de inversión directa y de sus factores determinantes, tal como han sido analizados en la literatura económica; e incluso resulta arriesgado ya adjudicar a los flujos —en algunos casos— lo que ha venido siendo su nota esencial: el compromiso con el sistema productivo del país al que acceden. En otras palabras, un país puede seguir recibiendo flujos de inversión aunque estos no estén ligados al sistema productivo nacional; puede haber perdido atractivos de localización de signo tradicional (tamaño y

³ La expansión y concentración de la actividad productiva internacional se analizan conjuntamente en Fernández—Otheo (2000a)

crecimiento del mercado, costes y recursos, tecnología...) o, incluso, haberse visto superado en las ventajas fiscales que ofrece para radicar instalaciones productivas en su territorio, pero puede haber generado otro tipo de ventajas –también de tipo fiscal– para cuyo aprovechamiento no se exige la presencia productiva o comercial. Y esto tiene una importante trascendencia para el análisis de la IDE, puesto que los flujos recibidos y emitidos son ahora un compuesto híbrido de dos realidades distintas, endógena y exógena al sistema productivo español.

Esto ha venido sucediendo en aquellos países conocidos por su papel central en la intermediación de capitales como Holanda o Luxemburgo. El hecho de que España comience a emular este papel constituye un fenómeno radicalmente nuevo y sorprendente, que pone de manifiesto su voluntad de insertarse en la economía internacional en el plano financiero. Para ello se modificó el Impuesto sobre Sociedades (Ley 43/1995), primando una fiscalidad sobre las rentas obtenidas de las inversiones empresariales en el exterior muy atractiva, que ha tenido su mejor manifestación en el espectacular auge de la IDE recibida por España dirigido a las Entidades tenedoras de valores en el extranjero (ETVE). Así pues, estos nuevos flujos se suman a las dos vertientes de la IDE: la recibida y la emitida por España.

Obviamente, la disponibilidad de información estadística es un elemento central para poder llevar a cabo este objetivo. La más fiable hasta ahora, Balanza de Pagos, no permite desagregar la inversión ligada al sistema productivo nacional de estos “flujos de paso”. El *nuevo* Registro de Inversiones Extranjeras del Ministerio de Economía –muy fiable ahora después de los cambios legislativos acaecidos en 1999– sí lo hace, afortunadamente.

Cuatro objetivos básicos persigue el análisis que se lleva a cabo, que se corresponden también con las distintas partes en las que se subdivide. El primero es indagar en los aspectos metodológicos de la información estadística, valorando sus ventajas y sus limitaciones para entender el proceso inversor, qué hay detrás de los datos de inversión bruta y neta y qué puede esperarse de ellos. Abordar la inversión directa recibida en sus distintos planos: evolutivo, sectorial y espacial, tratando de diferenciar aquella que realmente se dirige al sistema productivo nacional de aquella otra cuyo fin es utilizar España como “lugar de paso” hacia otros destinos, es el segundo objetivo. Y puesto que, ahora, la inversión recibida y la emitida por España están estrechamente interrelacionadas, un tercer objetivo es ofrecer un nuevo perfil de la inversión directa en el exterior que descuenta este “efecto ETVE”, para valorar de forma adecuada lo que constituye el esfuerzo inversor nacional. El cuarto objetivo es establecer un contraste en los flujos recibidos y emitidos, adjudicando a cada actividad productiva el papel que le ha correspondido en la conformación de la posición internacional por inversión directa de España, según Balanza de Pagos. Un epígrafe de conclusiones cierra el presente trabajo.

2. Aspectos metodológicos

De acuerdo con la OCDE, que sigue en esto los criterios del FMI, la inversión directa extranjera tiene como objetivo establecer una relación duradera entre un residente en una determinada economía y otra entidad residente en otro país. Por inversión duradera cabe entender la existencia de una relación de largo plazo entre el inversor y la empresa en que se invierte, así como un significativo grado de influencia sobre la gestión por parte del inversor (FMI, 1993; OCDE, 1999).

La recopilación de datos de IDE en España experimentó no pocos cambios a lo largo de la década pasada. Con motivo de la pretendida armonización de los movimientos internacionales de capital hacia comienzos de los años noventa, en unos casos (Balanza de Pagos), o de la adecuación de la legislación española a la comunitaria por causa de la liberalización de los movimientos de capitales a finales de la pasada década, en otros (Registro de Inversión Extranjera, recibida y emitida), las series de IDE publicadas tienen rupturas importantes, al variar sus contenidos. También es cierto, al menos por lo que corresponde a la información procedente del Registro, que se han facilitado nuevos detalles (IDE neta) que permiten conocer mucho más a fondo el fenómeno inversor. Y en este sentido, no se trata de hacer en estas páginas un análisis en profundidad de tales cambios respecto de la antigua normativa de inversión extranjera (1992), sino más bien de fijarse en aquellos aspectos que ayuden a interpretar la nueva información estadística que aquí se aporta⁽⁴⁾.

Balanza de Pagos de España, siguiendo las indicaciones del Fondo Monetario Internacional, en su V Manual (1993), incluye como IDE los siguientes conceptos: acciones no cotizadas y otras formas de participación en el capital, financiación entre empresas relacionadas e inversión en inmuebles⁽⁵⁾. Como sucede también en numerosos países, en España no se ha incluido hasta ahora la reinversión de beneficios de las empresas filiales, importante cuestión en países con larga tradición inversora –como receptor o emisor– que coadyuva a ampliar las asimetrías estadísticas tan habituales en las comparaciones internacionales.

Desde una perspectiva más estricta de la inversión directa, ligada al compromiso productivo efectivo de la empresa inversora, hay dudas más que razonables sobre la inclusión de algunos de estos conceptos. Por ejemplo, los préstamos entre empresa matriz y filial, con independencia de su plazo, y en concreto los saldos de las cuentas

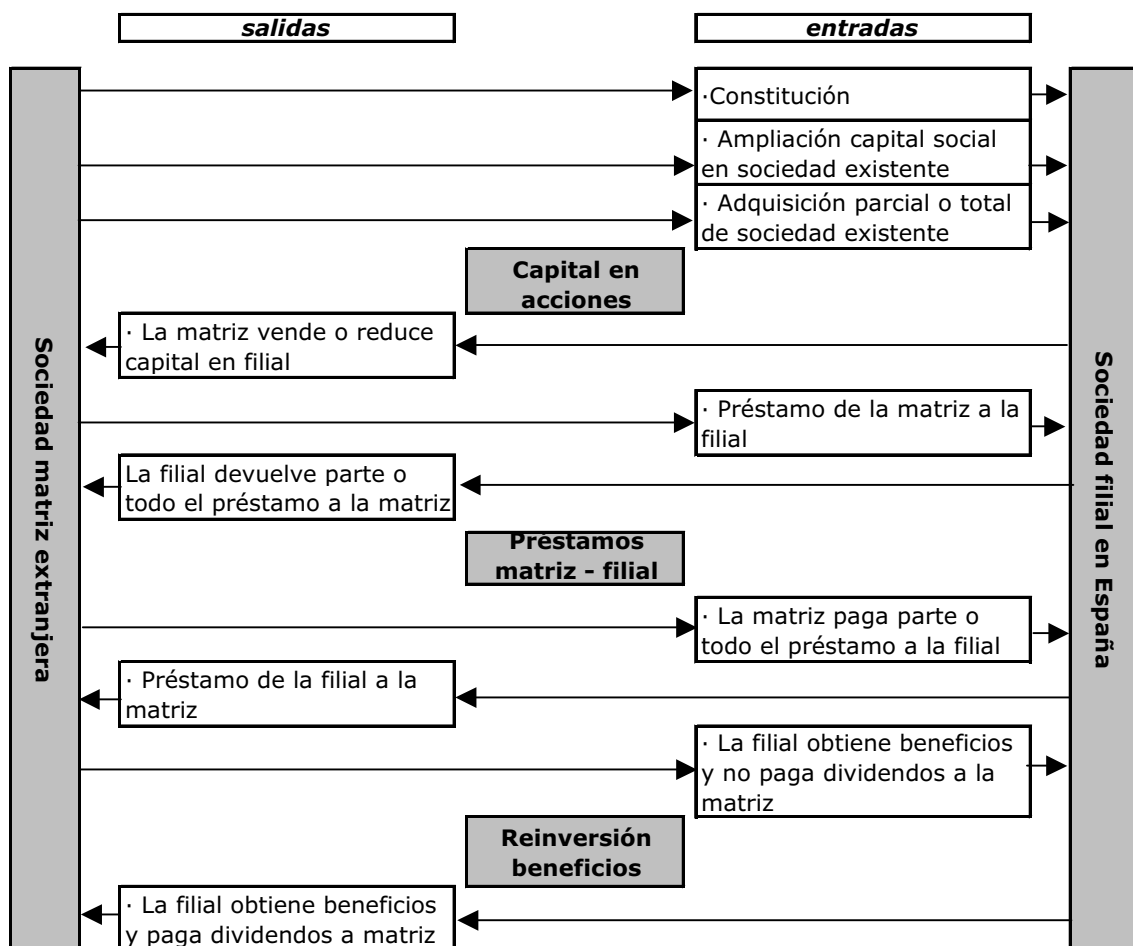
⁴ Las modificaciones en la elaboración de la nueva Balanza de Pagos a las recomendaciones del FMI, así como los cambios que afectan a las operaciones a inscribir en el Registro (proyectos de verificación o autorización de inversiones extranjeras, pueden verse en Duce (1996, 2002) y en Muñoz Guarasa (1999). Sobre la nueva legislación sobre inversiones extranjeras de 1999 véase Muñoz Guarasa (2000).

⁵ Lo que en cada uno de estos se incluye, puede verse en las propias Balanzas de Pagos (2001 y años previos).

interempresas manejados desde alguna filial cuando la intención es optimizar la tesorería del grupo empresarial⁽⁶⁾; o bien la inversión en inmuebles, de la que se prescinde a menudo en los análisis⁽⁷⁾.

La inversión directa tiene en los países dos vertientes: como receptor y como emisor. Como receptor, el país registra unos movimientos de entrada de flujos (inversión) y otros de salida o retirada de estos mismos flujos (liquidación de inversión o desinversión). Como emisor, el proceso es similar: salen flujos al exterior (inversión) o vuelven a su origen (desinversión). Por ejemplo, la creación de una sociedad da lugar a un traspaso efectivo de capital desde el país donde reside la sociedad matriz hasta el país donde se crea la filial; mientras que cuando se reduce el capital social invertido en esa sociedad, o se procede a su venta, el proceso es justamente a la inversa. El esquema 1 facilita la comprensión de estos movimientos de doble dirección.

Esquema 1.- Componentes de las entradas y salidas de la inversión directa extranjera



Fuente: Elaborado a partir del *Bureau of Economic Analysis*.

⁶ Sobre esta cuestión véase: Rodríguez Tenés y Sánchez Trujillo (1996).

⁷ No se excluye, sin embargo, la actividad desarrollada por las empresas inmobiliarias, ubicadas sectorialmente entre los servicios.

Balanza de Pagos expresa las series estadísticas de IDE en términos netos desde 1990, y su desagregación no va más allá de la presentación de los conceptos que integran la inversión en su acepción más amplia —acciones no cotizadas, préstamos e inmuebles—. Existe también otro problema, éste muy reciente: sus cifras expresan los movimientos monetarios de inversión neta recibida y emitida, pero no permiten conocer qué parte de los flujos recibidos tienen como destino el sistema productivo nacional y qué parte de estos flujos pasan a engrosar la inversión de España en el exterior; aspecto clave para entender los flujos de IDE desde finales de la pasada década, que son objeto preferente de atención en este trabajo.

Puesto que se trata de conocer a fondo la inversión directa, las series de Balanza de Pagos deben ser complementadas con una segunda fuente: el *nuevo* Registro de Inversión Extranjera del Ministerio de Economía; Registro que sigue siendo el mismo, habiendo cambiado sólo, con motivo de las modificaciones legales, sus contenidos: de registrarse operaciones de verificación y autorización, de dudosa verosimilitud en no pocos casos, pues se trataba de declaraciones de intención de inversiones, a los datos previsiblemente reales de ahora, que recogen cualquier variación en los valores iniciales de la operación a lo largo del tiempo. Esta mayor certeza proviene de la obligación de las empresas o individuos que efectúan operaciones de IDE a inscribirse en un plazo determinado, penalizándose su incumplimiento. Además, se ofrecen los datos de las operaciones de las Entidades Tenedoras de Valores en el Extranjero (ETVE) separadamente del resto, por lo es casi seguro que se constituya en un referente obligado en el análisis de la IDE, menos cuestionado que el *antiguo* Registro de operaciones de verificación.

El origen de estos cambios está en el Decreto 664/1999, que expresaba en su preámbulo los motivos que estaban detrás: ajustarse a la liberalización de los movimientos de capital en el seno de la Unión Europea y asegurarse los resortes necesarios para su control⁸). En el plano estadístico se ha homogeneizado el Registro a la nueva situación desde 1993, de tal modo que la ruptura estadística se traslada ahora a los años previos.

No todo han sido ganancias, al menos para analizar la inversión directa. Antes (hasta 1997, por ejemplo) se proporcionaban resultados (bien es cierto que estaban referidos a

⁸ La legislación en vigor se compone del Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, sobre inversiones extranjeras, que ha supuesto —según se dice en su preámbulo— “la definitiva adecuación de nuestro ordenamiento jurídico al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, en el que se proclama la plena libertad de movimiento de capitales...”, y por la Orden de 28 de mayo de 2001, que desarrolla los procedimientos aplicables a las declaraciones de inversiones exteriores y su liquidación. Su fin último es posibilitar “el conocimiento administrativo, estadístico y económico de las operaciones, y la posibilidad de adoptar (...) en casos excepcionales, la suspensión del régimen de liberalización”. La cascada legislativa siguió en meses sucesivos con la Resolución de 30 de mayo de 2001, sustituida por otra de fecha 21 de febrero de 2002, que especifica los impresos de las declaraciones que deben ser presentadas en el Registro.

operaciones de verificación) casi perfectamente ajustados al concepto de IDE del FMI (5º Manual), es decir: capital accionario, reinversiones de beneficios y préstamos de más de cinco años. Las nuevas series estadísticas disponibles (1993–2001), más reales según se ha dicho, sin embargo, prescinden de estos dos últimos conceptos, lo que supone una fragmentación de la IDE no muy favorable para el análisis, de tal modo que lo que ahora puede únicamente valorarse es la recepción efectiva de flujos del exterior, siempre que no esté ligada a préstamos intragrupo; o su vertiente opuesta, la emisión efectiva de flujos al exterior desde España, también sin este concepto. En el camino se han quedado las reinversiones de beneficios, importante vía de IDE en economías maduras industrialmente, que impide valorar en toda su extensión el proceso inversor.

Para una mayor precisión, los conceptos que incluye la IDE recibida y emitida, según los Boletines que trimestralmente publica la Dirección General de Política Comercial e Inversiones, son los siguientes. Para las inversiones recibidas: 1) Los flujos de inversiones en sociedades que no cotizan en bolsa; 2) Los flujos de inversión en sociedades cotizadas en las que el inversor adquiere al menos un 10% del capital, con lo que logra una relación permanente en su gestión; y 3) La constitución y ampliación de la dotación de sucursales. Para la inversión emitida al exterior por España siguen siendo efectivos estos tres, pero hay que añadir un cuarto concepto: otros tipos de inversión, entendiéndolo por ello la constitución, formalización o participación en contratos de cuentas en participación, fundaciones, cooperativas..., cuyo valor sea superior a 1,5 millones de euros, o siempre que tengan como destino paraísos fiscales. Quedan excluidos, por tanto, las reinversiones de beneficios y la financiación entre empresas relacionadas.

Como tal Registro, y en línea con lo que antes se dijo, su misión es recopilar todo aquello que tenga que ver con las operaciones de inversión realizadas y con los movimientos subsecuentes, de tal modo que sobre una operación inicial (por ejemplo, al constituirse una sociedad), el Registro recogerá cualquier variación posterior al alza de las cantidades iniciales (ampliación de capital, por ejemplo) y a la baja (reducción de capital social o venta a un residente). Al ofrecerse datos de liquidación de inversiones–o desinversiones–, por vez primera se dispone de datos netos en un plano agregado, y esto supone un avance esencial sobre la información bruta que venía manejándose hasta ahora⁹). Hasta ahora los datos agregados que se proporcionan se limitan a mostrar los distintos movimientos realizados dentro del Registro, de tal modo que lo que aparece como *inversión bruta o desinversión* es una suma de operaciones que no necesariamente reflejan operaciones efectivas de recepción de flujos recibidos o emitidos al exterior, sino movimientos de altas y bajas en él por distintos motivos, contables o fiscales. Así pues, los datos, en su acepción bruta, tal como se han venido ofreciendo desde hace años, no

⁹ Los datos sobre liquidación de inversiones –o desinversiones– se han obtenido por diferencias entre la inversión bruta y neta.

hacen sino recoger fielmente todo lo que ocurre en el Registro. En otras palabras, toda cautela es poca en el manejo de las series brutas, y la disposición de series netas—la gran aportación del *nuevo* Registro—, mucho más escuetas, permite captar el resultado final de la dirección de los flujos, pero no la auténtica dimensión de las inversiones y desinversiones ligadas a decisiones productivas. Merece la pena detenerse un poco más en estas cuestiones.

Al margen del análisis específico de las Entidades tenedoras de valores en el extranjero, que se realizará en breve, un primer efecto estadístico se presenta cuando se realizan operaciones que afectan a transmisiones de activos entre no residentes (inversión recibida) o entre residentes (inversión emitida), y a cambios de residencia o domicilio social o a cambios de titular de los activos con motivo de una fusión entre sociedades, que afectan a ambos tipos de inversión. El Registro incluye cualquier cambio en la situación previa de la operación y da cuenta de la actual, afectando doblemente a la cuantía de las inversiones y desinversiones (véase la duplicidad de los conceptos en el esquema 2 para el caso de las inversiones recibidas).

Esquema 2.— Razones de la inversión extranjera en España y de la liquidación de la inversión en el Registro de Inversiones Extranjeras

<i>Inversión</i>	<i>Liquidación</i>
<ul style="list-style-type: none"> · Constitución de sociedad o sucursal · Ampliación capital social sociedad · Adquisición de acciones o participaciones a título oneroso · Adquisición a residentes de derechos de suscripción u otros análogos · Adquisición de otros derechos políticos a residentes · Adquisición de obligaciones convertibles en acciones, amortización o transm. · Transmisión lucrativa (donac., transm. mortis causa en favor de no resid. 	<ul style="list-style-type: none"> · Disolución de sociedad o sucursal · Reducción de capital social sociedad · Transmisión de acciones o participaciones a título oneroso · Transmisión a residentes de derechos de suscripción u otros análogos · Venta de otros derechos políticos a residentes · Conversión de obligaciones en acciones, amortización o transm. · Transmisión lucrativa (donac., transm. mortis causa en favor de resid.
<ul style="list-style-type: none"> · Transmisiones entre no residentes · Cambio de residencia o domicilio social · <i>Cambio de titular por fusión</i> 	<ul style="list-style-type: none"> · Transmisiones entre no residentes · Cambio de residencia o domicilio social · <i>Cambio de titular por fusión</i>
<ul style="list-style-type: none"> · Otras 	<ul style="list-style-type: none"> · Otras

Por ejemplo, en el caso de la inversión recibida por España, la venta de una sociedad a otra, ambas no residentes, da lugar a una liquidación de la operación previa (baja del titular anterior) y a una nueva inversión (inscripción del nuevo titular); cuando, de hecho, no se ha producido aumento o disminución real del *stock* de capital extranjero, sino tan sólo una modificación de su titularidad; lo que no quiere decir que se minusvalore esta cuestión para un análisis en profundidad de las inversiones y desinversiones. Y otro tanto ocurrirá cuando se producen operaciones entre residentes que pertenezcan o no a un mismo grupo empresarial, en el caso de la inversión emitida. Obviamente, en términos netos ambas operaciones se contrarrestan.

3. Inversión directa extranjera en España

Los motivos y la naturaleza de la inversión varían de país a país, resultando difícil establecer un conjunto de características comunes: lo que hace que un país sea competitivo como lugar donde establecer la inversión puede no serlo para otro⁽¹⁰⁾, y de igual modo ocurre con el impacto que la IDE tiene sobre la economía de los países. Pero en unos momentos en que no se sabe bien por dónde discurrirá la localización de las actividades productivas en el espacio comunitario, principalmente, en el plano industrial, la llegada regular de inversiones procedentes del exterior es intrínsecamente buena para el país receptor, según la mayoría de los estudios, predominando los efectos positivos (externalidades tecnológicas, demanda para outputs locales, productividad, exportaciones, o incluso el aumento de la propia competencia interna) sobre los negativos (el efecto competitivo que daña a la industria local y precede a las externalidades, pagos por rentas de capital o tecnológicas), pues, con la IDE llegan activos intangibles y capacidades empresariales que paliar deficiencias tecnológicas y organizativas, a la par que se favorece una mayor eficiencia⁽¹¹⁾.

En 1986 se produjo el ingreso de España en la Unión Europea. Simultáneamente, mediante la firma del Acta Única, la integración económica se intensificó, estableciéndose los pasos para la puesta en marcha de un verdadero mercado único de bienes, servicios, capitales y personas. De otro lado, la expansión de la economía internacional favoreció un fuerte auge de los flujos de IDE, muy ligados, como es sabido, al ciclo económico.

Los procesos de integración económica suelen llevar aparejado un aumento de los flujos de IDE entre los países participantes; otra cuestión es saber qué dimensión cuantitativa alcanzan, dónde se concretan sectorialmente y qué países resultan favorecidos⁽¹²⁾. Respecto a la Unión Europea, hay cierta evidencia de que la intensificación de los procesos de integración ha propiciado la actividad productiva exterior de las empresas –en el plano intra y extracomunitario–⁽¹³⁾. También hay cierta evidencia de que la proximidad de la integración de nuevos países en un área económica aumenta los atractivos para invertir en ellos, así como en los años subsiguientes. En otras palabras, la integración da lugar a un fenómeno de creación de inversión, como ha podido verse en los casos de Portugal, España o los países que se integraron en 1995 (Baldwin *et al.*, 1996; Fernández-Otheo, 2000b); y seguramente, esto mismo está

¹⁰ Cantwell (1987), Dunning (1993) y Narula y Wakelin (1998).

¹¹ Véanse, entre otros, los siguientes trabajos: Myro (1992), Merino y Salas (1995), Barrios (1998), González (1999) y Barrios, S., Dimelis, S., Louri, H. y Strobl, E. (2002), sobre el caso español. Y también, en un plano más teórico: Markusen (1995), Markusen y Venables (1997) y Rodríguez-Clare (1996).

¹² Sobre esta cuestión véanse: Blomström y Kokko (1997), Venables (1999) y Shatz y Venables (2000).

¹³ Un repaso a los distintos trabajos realizados sobre los efectos de la integración se ofrece en Dunning (1997).

ocurriendo ya con los países del Este europeo próximos a integrarse, a tenor de los datos conocidos⁽¹⁴⁾.

España es un buen ejemplo para poner de manifiesto los óptimos resultados que proporciona la confluencia de dos aspectos favorables: la integración y el clima internacional expansivo⁽¹⁵⁾. Según Balanza de Pagos recibió como IDE –en su acepción más amplia– del orden de 7.800 millones de euros de media anual entre 1986-92, en términos constantes, lo que supuso el 13%, aproximadamente, del volumen total recibido por la Unión Europea entre 1986 y 1994, según UNCTAD. Más adelante, después de atravesar un periodo de estancamiento y posterior reducción, con la crisis de comienzos de los años noventa de por medio, volvieron a ascender con inusitada pujanza (casi 20.000 millones de media anual entre 1998 y 2001). Evolución muy positiva a primera vista que induce a pensar en una reedición de las ventajas comparativas de España como receptor de capital extranjero (gráfico 1).

Teniendo en cuenta un plano más estricto de la IDE, que recoja únicamente el capital accionario y otras formas de participación, pero que excluya los préstamos entre sociedades relacionadas y la inversión en inmuebles, el perfil inversor apenas cambia, como cabría esperar, dada la fundamental relevancia del primero a lo largo del tiempo; lo que no es óbice para considerar también que el empuje demostrado por los préstamos, en la etapa final, es un primer detalle para captar la progresión de los aspectos financieros en la conceptualización de la inversión directa⁽¹⁶⁾.

Por otra parte, merece reseñarse la gran similitud de las series de Balanza de Pagos y del Registro de Inversiones Extranjeras, en términos netos, cuando se las compara por el único concepto de IDE en que ambas fuentes coinciden ahora: acciones y otras formas de participación (siempre que no sean préstamos ni reinversión de beneficios)⁽¹⁷⁾.

¹⁴ UNCTAD (2002) y OCDE (2002). Sobre los efectos de la próxima integración sobre la inversión directa en los países del Este de Europa véase Kaminski (2000); Martín, Herce y Velázquez (2002), y Muñoz de la Torre (en prensa).

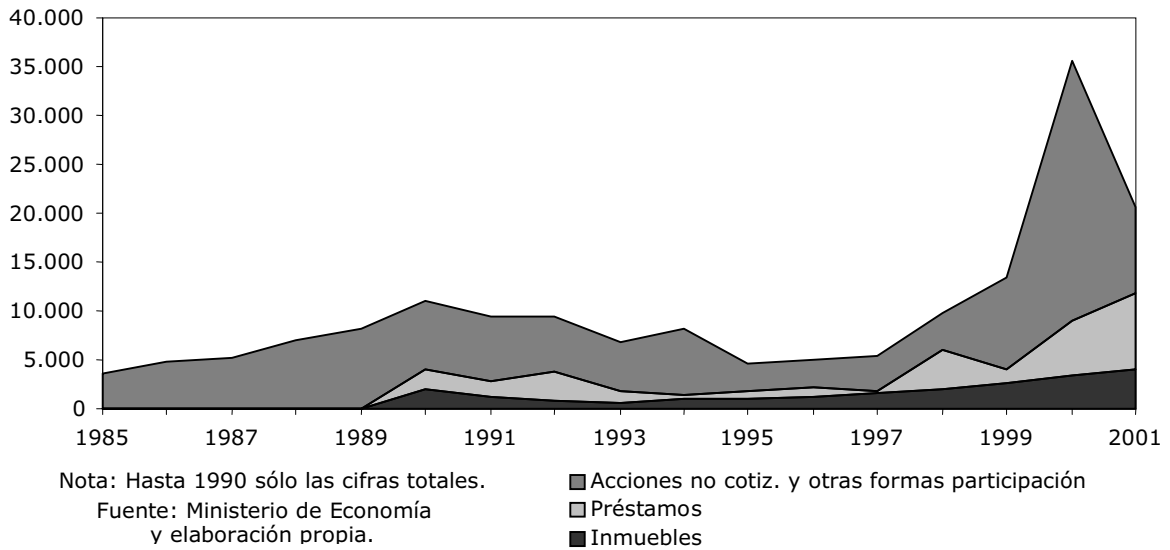
¹⁵ Un amplio análisis sobre los efectos de la integración puede verse en Bajo y Torres (2001).

¹⁶ Si bien esto es cierto, para la mayor parte de los años, hay algunas excepciones dignas de mención como, por ejemplo, en 1998 o 2001. En este último año, y a falta de su revisión, la financiación entre empresas relacionadas supuso el 40% del total de los flujos, más del doble de lo que ha venido siendo habitual. Los datos provisionales de 2002 aumentan todavía más ese porcentaje.

¹⁷ La única diferencia importante entre ambas fuentes se observa en 2001, con cifras todavía provisionales.

Gráfico 1.- *Flujos de inversión directa extranjera en España según Balanza de Pagos, 1985 -2001*

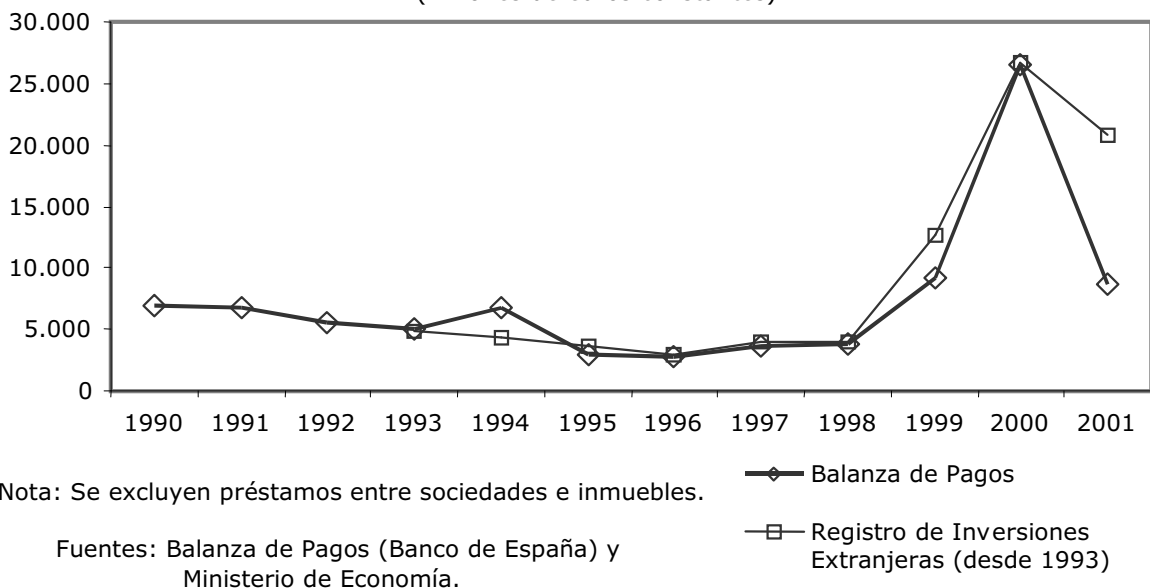
(millones de euros constantes)



Similitud que no tiene por qué traducirse en igualdad, dada la distinta procedencia de la información y los tiempos en que se registran las operaciones. Y esta relativa equiparación es sumamente importante para el análisis de la IDE porque el necesario uso de las series del Registro cuando se quiere indagar en los planos global, sectorial y espacial, no se enfrenta ya los problemas de verosimilitud del pasado, demostrando con ello la eficacia –y relativa certeza– de las declaraciones de operaciones de inversión ya realizadas. Esto no quiere decir, sin embargo, que no subsistan serios problemas en la utilización de datos de inversión bruta elaborados desde el Registro.

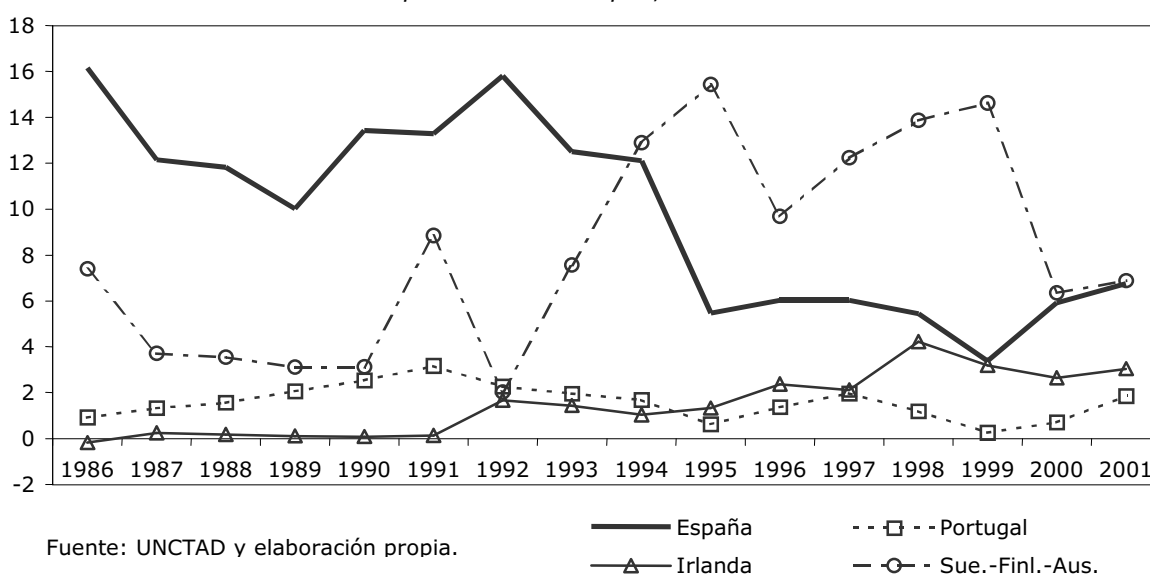
Gráfico 2.- *Flujos de entrada de inversión directa extranjera neta en España según Balanza de Pagos y el Registro de Inversiones Extranjeras, 1990 -2001*

(millones de euros constantes)



Esta extraordinaria expansión queda ensombrecida, sin embargo, por el claro descenso en las proporciones que ha venido ocupando España desde mediados de la década de 1990 en relación con la Unión Europea, como se muestra en el gráfico 3; y sobre todo desde 1994, en que la cuota española se sitúa por debajo de la que le corresponde en función del tamaño de la economía. Las cifras obtenidas a partir de 2000 preludian, no obstante, una cierta recuperación, si siguen adelante las circunstancias que la motivaron, aunque quizá no del mismo tenor que las que se obtuvieron entre 1986 y 1994. Y como puede constatarse en el mismo gráfico, mientras existe una sintonía muy clara con Portugal, lo contrario sucede con Irlanda —país ya sólo periférico por su posición geográfica— o con los países que se incorporaron a la Unión Europea en 1995.

Gráfico 3.- Cuota de España en los flujos de inversión directa extranjera recibidos por la Unión Europea, 1986-2001



Estos resultados producen una cierta sorpresa, teniendo en cuenta que estamos hablando de la etapa inversora más significativa en valor absoluto. Pero el hecho cierto es que las cifras alcanzadas por el resto de los países comunitarios fueron aún más altas, quizá porque las fusiones y adquisiciones transfronterizas vienen siendo el gran motor de la IDE en estos años, por lo que cabe pensar que al haber participado España en menor grado que otros grandes países comunitarios como receptor, su cuota no haya alcanzado niveles más altos, restando brillo a este formidable proceso expansivo¹⁸.

En un momento en que empiezan a cuestionarse las ventajas de localización de España y a preocupar hipotéticos cambios en la localización espacial de la producción europea, incluida la probable reorientación de una parte de los flujos hacia el Este de

¹⁸ Un análisis más amplio de las megafusiones puede verse en OCDE (2002), UNCTAD (1991) y Fernández-Otheo (2000a,c).

Europa, valorar la dimensión real de las entradas es una cuestión central⁽¹⁹⁾. Es cierto que se ha producido una recuperación de la cuota de IDE de España frente a los países comunitarios a partir del año 2000, y como tal habría que hablar de una revitalización de atractivos para el capital extranjero. Pero hay que preguntarse qué hay de cierto en ello, a tenor del hecho más relevante de la inversión recibida en la etapa final del pasado siglo: gran parte de los flujos recibidos no se difunden enteramente por el sistema productivo español, sino que utilizan España como plataforma para ubicarse en otros lugares, utilizando para ello las Entidades tenedoras de valores en el extranjero (ETVE). No queda más remedio, por tanto, que evaluar de manera independiente los flujos “productivos” de aquellos otros “de paso”, si se pretende conocer la realidad de los flujos de IDE recibidos por la economía española.

3.1. EL EFECTO DE LAS ENTIDADES TENEDORAS DE VALORES EN EL EXTRANJERO SOBRE LA IDE

Hacia 1999 se empezaron a notar cambios sustanciales en los contenidos de la IDE recibida; cambios que afectaron al monto total no sólo de ésta sino también, de forma derivada, a la emitida por España, así como a sus destinos sectorial y espacial. El factor que estuvo detrás fue la intensa actividad desarrollada por el capital extranjero mediante inversiones en ETVE, con el fin de aprovechar la favorable fiscalidad que ofrece España para aquellas rentas obtenidas mediante las inversiones empresariales en el exterior (Ley del Impuesto de Sociedades, 43/1995). Este régimen es perfectamente equiparable al de aquellos países especializados en la intermediación de capitales, desde Holanda a Luxemburgo, según Albi (1999)⁽²⁰⁾. Hay otro tipo de sociedades *holding*: “Gestión de sociedades españolas”, que reciben también flujos del exterior, pero, al contrario que aquellos flujos destinados a las ETVE, su misión es el sistema productivo nacional.

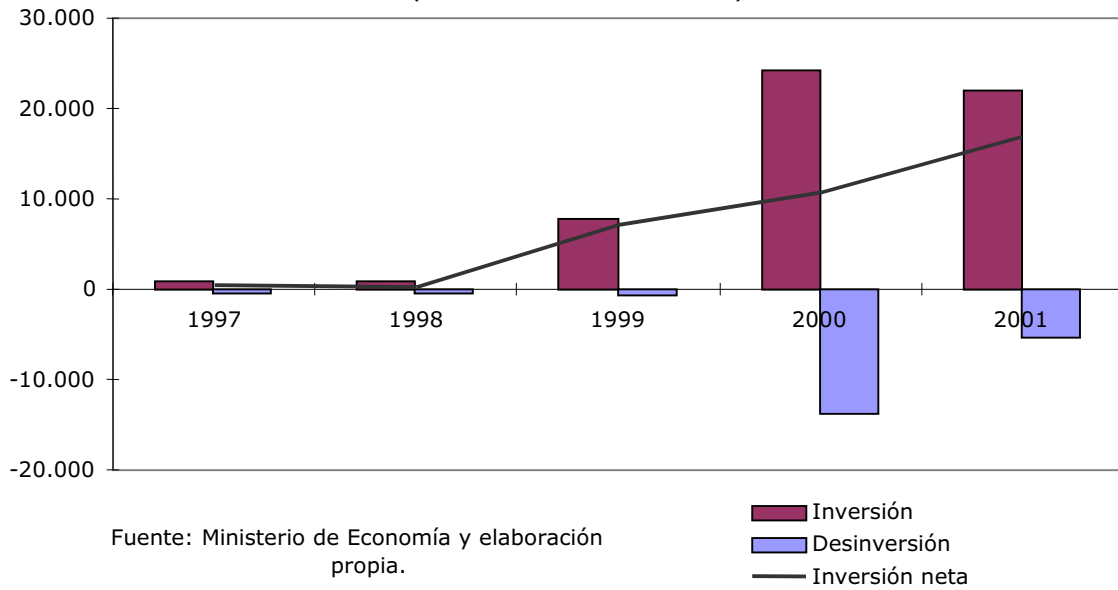
La progresión de los valores de IDE destinada a ETVE ha sido sorprendente: muy por encima de los 10.000 millones de euros netos (descontando desinversiones) de media anual en el periodo 1999—2001, lo que ha supuesto el 57% del total, según se observa en el gráfico 4. Y como podía esperarse, los principales centros financieros españoles, y sobre todo Madrid, captan la mayoría de este tipo de IDE⁽²¹⁾.

¹⁹ No hay evidencia clara de que los países inversores tradicionales estén desviando flujos hacia los países del Este de Europa próximos a integrarse. Sobre esta cuestión véase Buch, Piazzolo y Kokta (2002), sobre las inversiones alemanas en el exterior. Y sobre las implicaciones de la futura ampliación sobre España: Martín, Herce y Velázquez (2002).

²⁰ Un amplio análisis comparativo sobre las rentas fiscales en el exterior de Holanda, Luxemburgo, Bélgica, Suiza y España se ofrece en Albi (1999).

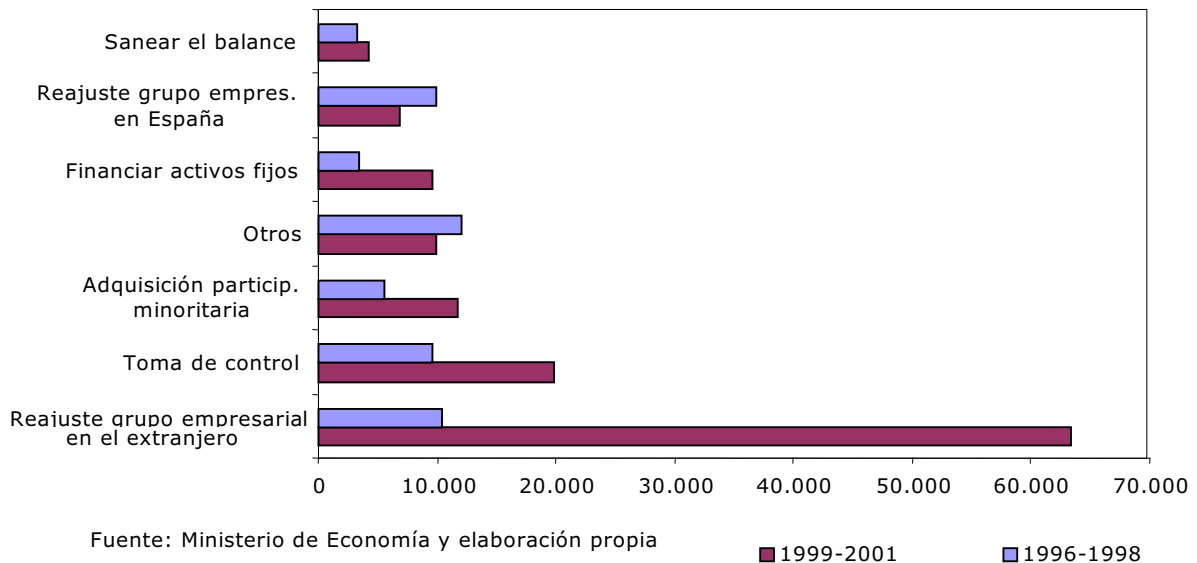
²¹ El fenómeno de las ETVE está estrechamente relacionado con Madrid, Comunidad a la se dirigieron entre un 70—80% de los flujos recibidos anualmente por estas sociedades, según unas primeras estimaciones. El resto corresponde a Cataluña y País Vasco, básicamente. Un desarrollo más amplio sobre la localización de estos flujos en la Comunidad de Madrid puede verse en Fernández—Otheo (2003).

Gráfico 4.- *Flujos de inversión directa y desinversión extranjera en España. Entidades tenedoras de valores en el extranjero, 1997-2001*
(millones de euros constantes)



Por si no fuera suficientemente expresivo el título de estas sociedades para justificar su vocación exterior, la respuesta de los propios inversores en los formularios del Registro sobre las razones de la inversión aclara bien las cosas: el Reajuste del grupo empresarial en el extranjero es, con diferencia, el elemento clave desde 1999 (gráfico 5); compárese esto con lo que sucedió en el periodo 1996–98 y se entenderá bien el papel que desempeñan ahora estos flujos en la inversión recibida.

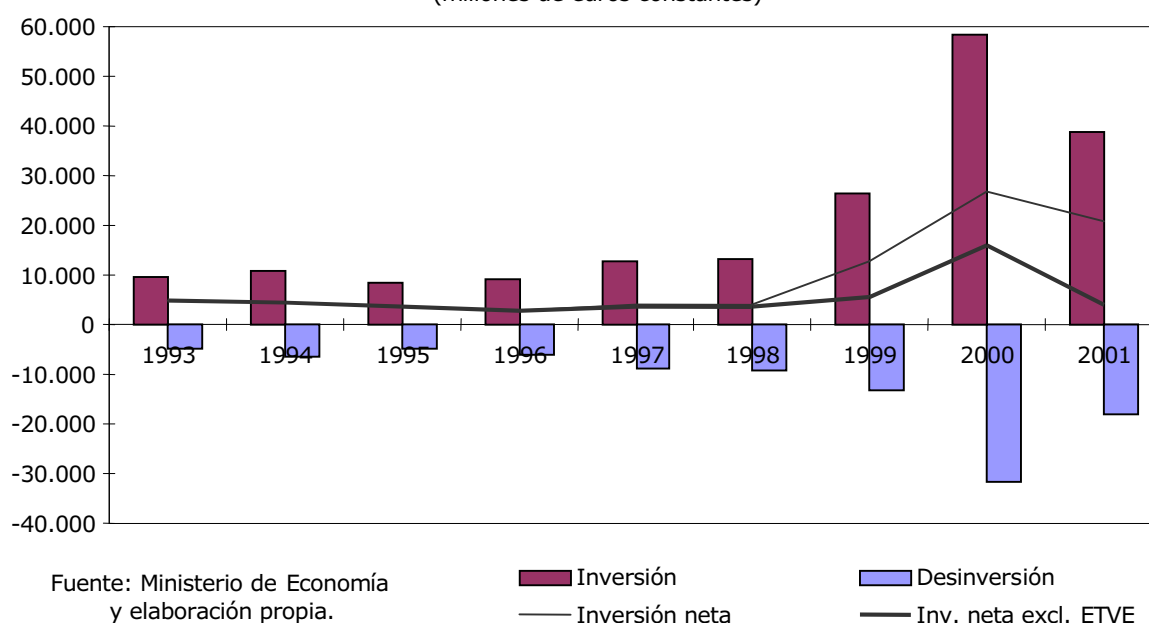
Gráfico 5.- *Razón de la inversión directa extranjera en España, 1996 –2001*
(millones de euros constantes)



El gráfico 6 ofrece el perfil de las inversiones bajo la doble perspectiva bruta y neta, así como una nueva serie de inversión que descuenta la cuantía de los flujos contabilizados bajo el rubro de ETVE, con el fin de conocer los destinados realmente al

sistema productivo. Interesa resaltar dos aspectos. El primero se refiere a la cautela con que deben comentarse los datos de inversión bruta: de poco sirve decir que las inversiones alcanzaron cifras de vértigo en el año 2000 —cerca de los 60.000 millones de euros—, si a continuación no se señala que la liquidación de inversiones superó en ese mismo año los 30.000 millones, puesto que durante todos estos años la proporción de las liquidaciones se sitúa entre un 50–60% del total de la inversión bruta⁽²²⁾. Luego, por las razones expuestas en el apartado metodológico, es preciso relativizar los valores brutos, y ceñirse, cuando sea posible, a la inversión neta⁽²³⁾; y aun así, conviene precisar de qué tipo de inversión recibida se está hablando, especificando si nos referimos a una inversión ligada al sistema productivo español, o bien si se alude a la inversión exógena ligada al efecto ETVE.

Gráfico 6.- Efecto de las Entidades Tenedoras de valores en el extranjero sobre los flujos de inversión directa y desinversión extranjera (ETVE), 1993-2001 (millones de euros constantes)



El segundo no es menos importante: al descontar el efecto ETVE de la serie general el panorama de la inversión cambia radicalmente, resultando comprometido hablar ya de fuerte expansión de la IDE hacia finales del pasado siglo, y quizá sea más exacto hablar de atonía inversora con alguna importante excepción, como la que se produce el año 2000 (más en concreto, la multimillonaria operación de adquisición de la empresa de telecomunicaciones Airtel por parte de la angloamericana Vodafone). En cualquier caso no conviene subestimar los flujos recibidos cuando el valor anual medio de la inversión

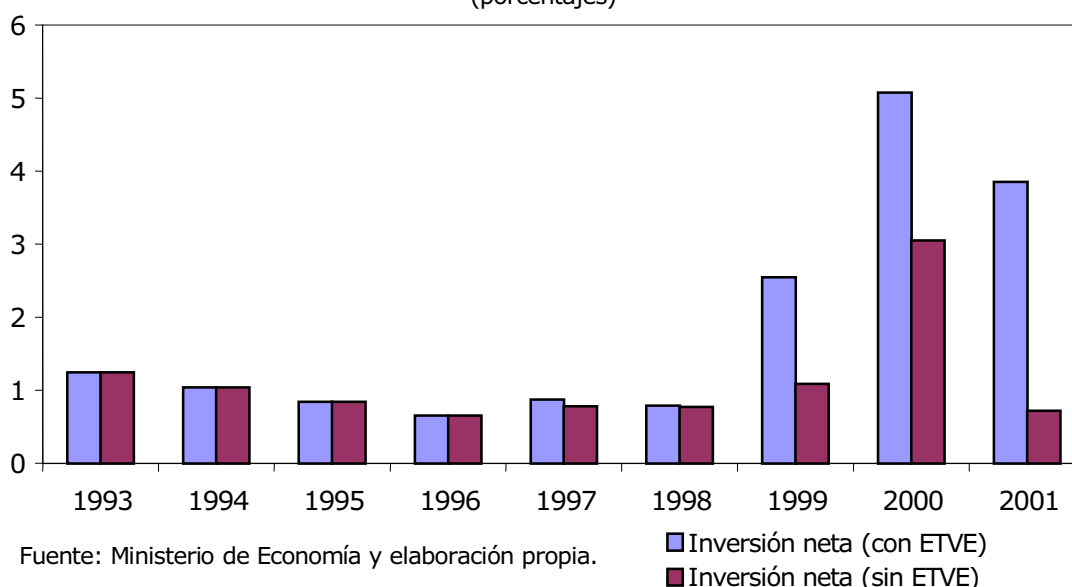
²² Aunque los contenidos y periodos son muy distintos, en los datos procedentes de Balanza de Pagos, para el periodo 1985-90, las desinversiones supusieron el 18,4% del total de la inversión bruta.

²³ Esta cuestión es especialmente importante para el análisis de la IDE a escala regional, al ser prácticamente inexistente la información que se proporciona en términos netos. Un estudio reciente con datos de inversión bruta, se ofrece en Fernández—Otheo (2000d)

neta –sin contar el 2000– se mantuvo en torno a los 4.000 millones de euros; cifra bastante inferior a la de los años dorados de la inversión de finales de la década de 1980 y comienzos de la siguiente.

Las repercusiones de una u otra cifra de inversión neta sobre la economía nacional se presentan en el gráfico 7. Según se ha visto, aunque las operaciones relacionadas con ETVE empezaron a manifestarse muy tímidamente a partir de 1997, hasta dos años más tarde no se advierte su importancia en el ascenso de la proporción de las cifras en el PIB: la inversión neta con ETVE se acercó al 4%, como media, entre 1999 y 2001, mientras que sin estas sociedades la proporción desciende a la menos de la mitad; cifra, en suma, próxima ya a la media de los cuatro grandes países europeos.

Gráfico 7.- *Relevancia de la inversión directa neta en el PIB español, según el Registro de Inversiones Extranjeras, 1993 -2001*
(porcentajes)



Éxito sin paliativos hasta el año 2001 en cuanto a la captación de inversiones “de paso” hacia otros países por razones fiscales que no exigen la radicación de la producción⁽²⁴⁾, y relativo estancamiento en los flujos ligados al sistema productivo nacional (con pérdida de posiciones relativas respecto del bloque comunitario) son los dos aspectos que definen la “moderna” IDE recibida por España; aunque cabe sugerir que la relativa estabilidad de las entradas de capital supone también un cierto éxito, en un momento en que la competencia por captar inversiones arrecia. Esto último induce a

²⁴ La importancia de la fiscalidad como apoyo explícito que influye en la cuantía y en la localización de los flujos de IDE está recibiendo mucha atención en la literatura en estos últimos años. La evidencia obtenida es difusa en cualquier caso: un análisis reciente, basado a su vez en veinticinco estudios empíricos, llega a la siguiente y ecléctica conclusión: “Una reducción en un punto en el tipo impositivo en el país huésped aumenta la IDE en un 3% en ese país” (de Mooij y Ederveen, 2001). Este tipo de cálculos, por sumar estudios muy heterogéneos, es muy cuestionado por otros autores. Véase, por ejemplo, Devereux y Griffith, 2002).

reflexionar sobre la vigencia de los atractivos de localización de que ha venido disfrutando España. Los factores determinantes de la inversión (tamaño y crecimiento del mercado, infraestructuras, capital humano, o los más bajos costes de la mano de obra— estos últimos, no siempre bien captados por los modelos econométricos—)⁽²⁵⁾, quizá no tengan ahora la misma capacidad explicativa que la que tuvieron en las década de 1980 y comienzos de la siguiente, a tenor de la atonía inversora que caracteriza la inversión desde entonces. Y en todo caso, los análisis que se lleven a cabo deberán tener en cuenta ese componente exógeno de la IDE, ajeno al sistema productivo. Parafraseando a Porter: *lo que puede ser removido no puede constituir una ventaja competitiva duradera*⁽²⁶⁾.

3.2. UNA APROXIMACIÓN AL VALOR DE LAS ENTRADAS EFECTIVAS DE INVERSIÓN DIRECTA DESTINADAS AL SISTEMA PRODUCTIVO NACIONAL

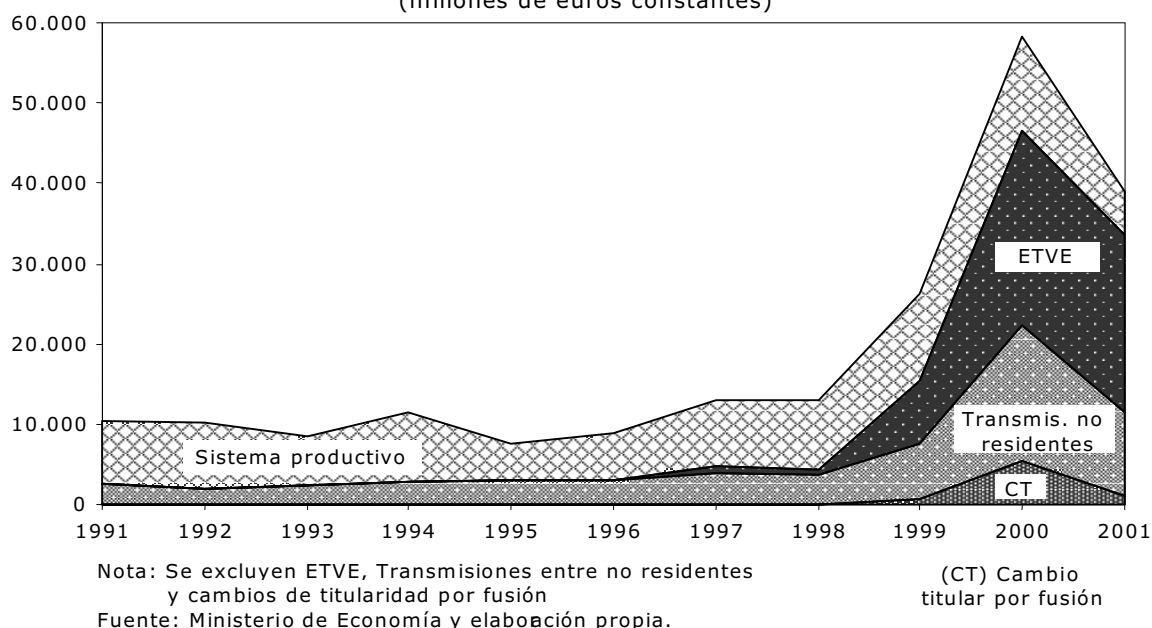
Establecer una nítida separación entre la inversión recibida por España y la que efectivamente llega al sistema productivo es necesario, en un momento en que la vertiente exógena de la IDE está adquiriendo una importancia tan fundamental. Pero también es preciso desbrozar, al menos con un cierto carácter de aproximación, los datos de inversión bruta, pues es el único modo de dar cuenta de las llegadas efectivas de inversión al sistema productivo al margen de las desinversiones puras que sin duda se han producido año a año. Sin ser este el único efecto estadístico que enturbia las cifras que aparecen como inversiones en los cuadros y gráficos que en estas páginas se exponen, las operaciones que recogen las transmisiones entre no residentes y los cambios de titularidad (operaciones que se registran simultáneamente en el lado de las inversiones y de las desinversiones, según se dijo antes, y que no afectan por tanto a la inversión neta) son las más relevantes por su cuantía, y de ahí que se proceda a su segregación.

El gráfico 8 muestra la porción que cabe adjudicar a la inversión bruta que se habría destinado al sistema productivo, una vez descontadas aquellas operaciones ajenas a este fin. Los altibajos en las cifras son habituales, pero se ajustan bastante bien a las series presentadas hasta ahora: en los años que transcurren entre 1991 y 1994, el valor de la IDE bruta superó los 8.000 millones de euros anuales (1,8% en términos del PIB); más adelante (1995–96) es retroceso es palpable (poco más de 5.000 millones; 1,2% del PIB), aunque la recuperación de los valores de comienzo del periodo se produjo enseguida, alcanzando a finales de siglo un valor medio anual por encima de 11.000 millones (2,1% del PIB); cifra que descendió abruptamente en 2001.

²⁵ Sobre los determinantes de la inversión recibida en la década de 1980 y los primeros años de 1990, en el plano econométrico, véanse: Bajo y Sosvilla (1994), Martín y Velázquez (1996), Velázquez (1997), Muñoz Guarasa (1999) y Bajo y López (2002).

²⁶ Tomado de Dunning (2000), pág. 178.

Gráfico 8.- Estimación de la inversión directa extranjera bruta recibida por el sistema productivo español, 1991-2001 (millones de euros constantes)



3.3. INVERSIÓN DIRECTA EN EL PLANO SECTORIAL GLOBAL

Ha venido siendo habitual decir que los dos sectores principales en la IDE, manufacturas y servicios, han ido de la mano desde hace décadas: alternándose en las posiciones de cabecera según los periodos, desde la única perspectiva que era posible contemplar: la inversión bruta⁽²⁷⁾. También esto ha ocurrido en un periodo más reciente (entre 1993 y 1996), como se observa en el cuadro 1, con datos revisados para adecuarse a la normativa de inversiones extranjeras vigente. Desde la perspectiva neta, sin embargo, el perfil se modifica en ese mismo periodo: los servicios superaron con creces a las manufacturas (60 y 36%, respectivamente). Más tarde (1997–2001) el distanciamiento entre ambos sectores ha sido enorme, monopolizando los servicios la actividad inversora (95%). En otras palabras, no ha habido apenas entradas de capital extranjero netas en manufacturas (207 millones de euros de media anual); en construcción ocurrió algo parecido (167 millones); la presencia en agricultura, ganadería y pesca fue puramente testimonial (19 millones); y hubo inversión negativa en energía, agua e industrias extractivas).

Respecto a la inversión en sociedades *holding* españolas, cuya actividad sectorial final se desconoce, también los flujos aumentaron a medida que transcurría la década, y de representar tan sólo un 10% en el periodo 1993–96, como media anual y en términos netos, en el periodo siguiente (1997–2001) se pasó al 23% del total de la inversión neta

²⁷ Véase esto con mayor detalle en Martín y Velázquez (1996).

(excluidas las ETVE extranjeras). Así pues, sólo en el caso de que la actividad final de las *holdings* beneficie en mayor medida al resto de las actividades productivas que a los servicios, el panorama descrito podría cambiar ligeramente.

Cuadro 1.- *Flujos sectoriales de destino de la inversión directa y desinversión extranjera en España, 1993-2001*

(media anual en millones de euros constantes)

Sectores	1993-1996						1997-2001					
	Invers. (a)	%	Desinv. (b)	Invers. neta	%	b/a %	Invers. (a)	%	Desinv. (b)	Invers. neta	%	b/a %
· Agricult., gan. y pesca	86	1,0	46	40	1,1	53,7	63	0,4	44	19	0,3	70,0
· Energía, agua y extractos	170	1,9	123	48	1,3	72,0	322	2,0	447	-125	-2,3	138,8
· Manufacturas	4.131	46,3	2.805	1.325	35,7	67,9	5.298	32,1	5.091	207	3,8	96,1
· Construcción	137	1,5	71	67	1,8	51,6	229	1,4	62	167	3,1	27,2
· Servicios	4.400	49,3	2.171	2.230	60,1	49,3	10.575	64,1	5.392	5.182	95,1	51,0
<i>Subtotal</i>	<i>8.924</i>	<i>100,0</i>	<i>5.216</i>	<i>3.709</i>	<i>100,0</i>	<i>58,4</i>	<i>16.486</i>	<i>100,0</i>	<i>11.036</i>	<i>5.450</i>	<i>100,0</i>	<i>66,9</i>
· Gestión sociedades Españolas(*)	693		302	391		43,6	3.314		1.080	1.634		32,6
Total	9.617		5.518	4.100		57,4	19.800		12.116	7.084		61,2

Nota (*): Se excluyen las Entidades de tenencia de valores extranjeros.

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia

El hecho de que los servicios hayan monopolizado la inversión en estos últimos años obedece principalmente a su tendencia expansiva, pero también al mal comportamiento inversor del resto de los sectores. Con motivo del mercado único, más tardíamente puesto en vigor en los servicios que en las manufacturas, las medidas de desregulación, acompañadas de políticas de privatización, favorecieron una mayor movilidad de capitales, así como la realización de numerosas operaciones de fusiones y adquisiciones. Un buen ejemplo de todo esto es la ya citada operación del sector de telecomunicaciones español (Airtel—Vodafone), que encumbró las cifras del año 2000⁽²⁸⁾; si bien su exclusión sólo altera levemente el resultado final.

Hay razones para pensar que España es ya un país maduro industrialmente, por lo que no debe resultar extraño que la inversión ligada a la creación de nuevas instalaciones productivas manufactureras se habría reducido de forma considerable en la pasada década, como apuntan todos los indicios⁽²⁹⁾. También los avances en el proceso de integración comunitario y la creciente globalización de la producción internacional han dado lugar a que muchas empresas multinacionales manufactureras reaccionen,

²⁸ La situación del sector de telecomunicaciones se analiza con detalle en el número extraordinario de *Economistas*, España 2001. Un balance. En concreto, véanse los artículos de Rodríguez (2002) y Lada (2002).

²⁹ La anómala situación de la inversión en manufacturas fue planteada ya en un primer análisis en el número extraordinario de la revista *Economistas*, España 2001. Un balance (Fernández—Otheo, 2002).

invirtiendo en la reestructuración de la actividad productiva de sus filiales o adquiriendo activos ya existentes. Es factible que parte de esta inversión haya tenido lugar mediante reinversiones —no contabilizadas aquí—, y no tanto con trasvases de capital desde la sociedad matriz a la filial. Pero, a la par, estos procesos han ido acompañados de desinversiones, lo que habría supuesto desprenderse de parte o todos los activos de las filiales³⁰). Con los reparos que se han señalado respecto de su contenido, las desinversiones tuvieron una importancia mucho mayor en la industria que en los servicios. Es, en cualquier caso, una cuestión importante sobre la que poco puede decirse con los datos disponibles, por lo que no debe demorarse su estudio.

3.4. PROCEDENCIA DE LOS FLUJOS RECIBIDOS

Este es a grandes rasgos el panorama sectorial, al que conviene añadir algunos datos más respecto de la procedencia geográfica de los flujos. Habría que comenzar segregando los dos tipos de flujos esenciales sobre los que recae el análisis: los que se dirigen al sistema productivo y los que se encaminaron al exterior mediante ETVE. Esto no es posible hacerlo directamente, puesto que estos flujos se presentan conjuntamente con aquellos pertenecientes a la Gestión de valores en España. De acuerdo con la estimación realizada, la parte que corresponde a las ETVE es muy mayoritaria (87% del total en el periodo 1997—2001). Así pues, todo hace pensar que los países con más actividad en el colectivo de sociedades *holding* son, a su vez, los más activos en el envío de flujos a las ETVE.

Hasta finales de la década pasada, la escasa significación cuantitativa de las sociedades *holding* no influyó, excepto en algún caso aislado, en la distribución de la inversión total por países, y Holanda, Alemania, Francia y Estados Unidos (tres cuartas partes del total) fueron los grandes inversores (cuadro 2). Desde 1999, según se viene diciendo, la llegada masiva de capital con destino a las ETVE, de la que son responsables sólo unos pocos países, ha supuesto cambios relevantes: Estados Unidos, principal responsable de este tipo de flujos (cerca de la mitad del total), y Portugal (muna quinta parte) adquirieron una posición privilegiada (primer y tercer puesto en el total, respectivamente), relegando a otros países con fuerte tradición inversora.

³⁰ Los análisis sobre la desinversión empresarial son verdaderamente escasos, y están enfocados, básicamente, desde la perspectiva microeconómica y a partir de las estrategias de fusiones y adquisiciones, como se observa en los siguientes trabajos: Kaplan y Weisbach (1992), Yamawaki (1994), Li (1995), McCloughan y Stone (1998) o Gleason, Mathur y Sing (2000). Los trabajos sobre España se han basado, en su mayoría, en estudios de casos: Fernández—Otheo (1995b), Fernández—Otheo y Myro (1995) y Myro, Fernández—Otheo y Mora (1996). Este último trabajo sirvió para elaborar el Dictamen sobre *Deslocalización de empresas internacionales*, aprobado por el Comité de las Regiones de la Unión Europea el 19 de julio de 1995, e incluido a su vez en esta última referencia. Más recientemente, con datos del Ministerio de Economía, los flujos de inversión y desinversión en el sector manufacturero, en términos brutos y netos (del modo en que los presenta el Ministerio de Economía), ha sido analizado por Fernández—Otheo (2002).

La procedencia de flujos destinados al resto de los sectores también experimentó no pocos cambios desde 1993. Holanda —principal país inversor durante décadas— ha cedido su liderazgo a Reino Unido (por causa de la operación Airtel-Vodafone); Francia mantuvo una gran regularidad, mientras que Alemania y Estados Unidos han reducido a niveles testimoniales su presencia como inversores; cuestión que merece ser analizada con detalle, y que obedece en gran medida al declive de la IDE en el sector manufacturero, como se señalará en breve, y también, al hecho de no contabilizarse ahora las reinversiones de beneficios.

Cuadro 2.- *Distribución espacial de la inversión directa extranjera neta en España desde países OCDE, 1993-2001*
(porcentajes)

País	1993-1997			1998-2001		
	Total	Holdings	Resto sectores	Total	Holdings	Resto sectores
Holanda	38,6	23,0	41,3	12,4	8,6	18,8
Estados Unidos	13,3	39,7	8,8	30,4	50,2	-2,8
Alemania	11,7	2,8	13,2	1,5	1,1	2,2
Francia	11,2	9,6	11,4	4,9	1,0	11,5
Reino Unido	7,5	8,5	7,4	20,2	1,2	51,9
Italia	5,0	15,8	3,1	2,8	2,7	2,9
Luxemburgo	4,6	3,4	4,8	7,1	3,9	12,5
Paraísos Fiscales	2,9	-0,2	3,4	1,3	0,1	3,4
Portugal	2,0	0,1	2,4	14,5	23,0	0,2
Resto OCDE	3,2	-2,8	4,3	4,9	8,3	-0,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Nota: Los *holdings* incluyen aquí la Gestión de sociedades españolas y las Entidades tenedoras de valores en el extranjero.

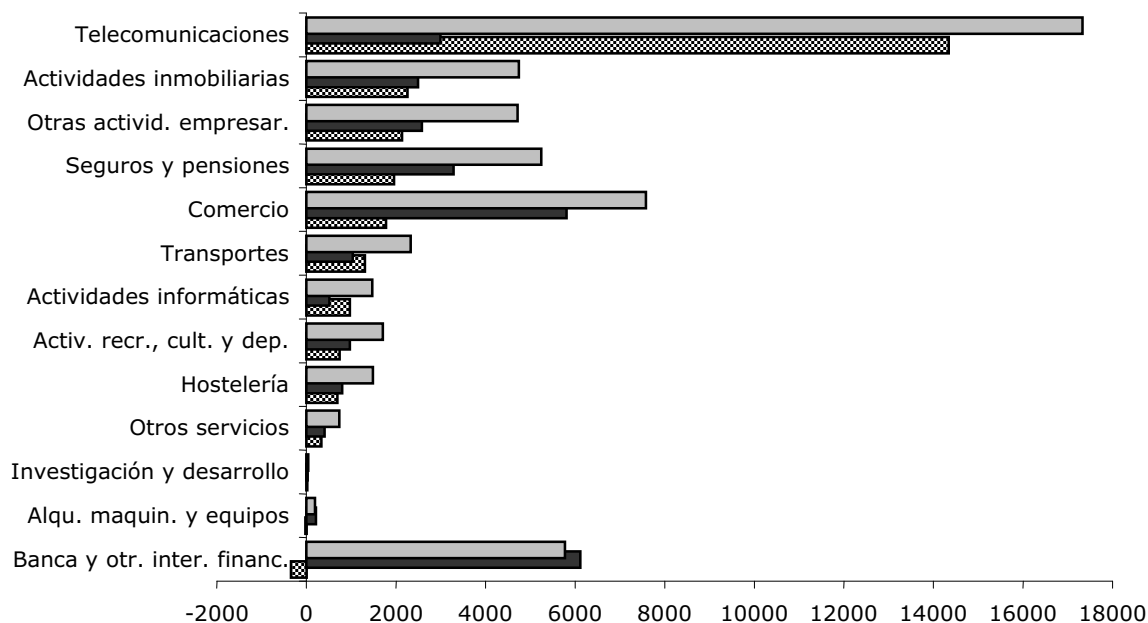
Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia

3.5. SERVICIOS Y MANUFACTURAS: DOS SENDAS DIVERGENTES

Ya se ha advertido sobre la dualidad de comportamientos del capital extranjero en estos últimos cinco años, con una industria estancada y una fuerte expansión en los servicios. La progresión de estos últimos fue general; telecomunicaciones, comercio, inmobiliarias o banca han sido los sectores más beneficiados por los flujos extranjeros, y apenas se han visto afectados de manera significativa por operaciones de liquidación de inversiones (gráfico 9). Tan sólo en las empresas de banca y otros intermediarios financieros se observa un ligero desequilibrio del lado de las desinversiones, que quizá tenga que ver con la fortaleza competitiva y la posición de dominio del mercado de las empresas nacionales del sector bancario.⁽³¹⁾

³¹ La importancia de las economías de aglomeración en el sector servicios es clave para la IDE (véanse: Krugman, 1992; Porter, 1992; y Markusen, Rutherford y Tarr, D., 1996, para una revisión sobre este tema). Dentro de España, Madrid es un buen ejemplo de esto.

Gráfico 9.- *Flujos de inversión directa y desinversión extranjera en servicios, 1997-2001*
(millones de euros constantes)

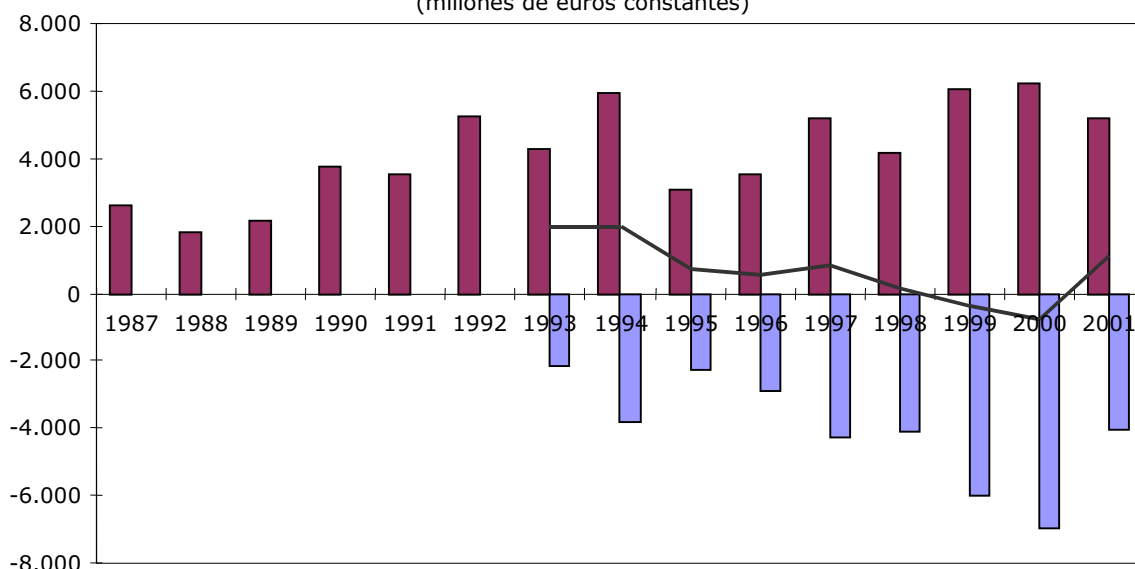


Nota: Excluidos holdings.
Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia. ■ Inversión ■ Desinversión. ■ Inversión neta

En el sector de manufacturas la situación es justamente la contraria (gráfico 10), por lo que merece dedicarle especial atención. El declive inversor, en términos netos, no es tan reciente. Proviene de comienzos de la década de 1990, y difícilmente podría ser captado si sólo se contemplaran las cifras de inversión bruta, al mostrar éstas un ascenso bastante regular desde 1995; de hecho, la senda que describen los flujos, desde ese mismo año, es muy parecida a la que tuvo lugar a finales de la década de 1980 y comienzos de la siguiente. Reiterando lo ya dicho sobre la escasa significación de las cifras de inversión bruta y liquidación de inversiones, en tanto no se descuenten los efectos exógenos que lastran su validez, sí parece observarse aquí un aumento progresivo de las desinversiones, lo que habría conducido, en suma, a cifras de inversión negativa en los años 1999 y 2000; tendencia que parece haberse paralizado, momentáneamente, en el año 2001⁽³²⁾.

³² El concepto de liquidación de inversión o desinversión es aquí mucho más extenso que el que habitualmente se utiliza en la literatura económica o en los medios de comunicación, al dar cuenta de cierres de plantas. Es cierto que se han producido numerosas desinversiones desde comienzos de la década pasada, pero excepto en contadas ocasiones no han tenido gran repercusión en los medios de comunicación (los casos de las empresas Lear, Fontaneda, Lucent, Ericsson fueron los más conocidos en 2001). Un número muy elevado de ejemplos, cercano al centenar, con un estudio de casos específico para un grupo de empresas, puede verse en Myro, Fernández-Otheo y Mora (1996).

Gráfico 10.- *Flujos de inversión y desinversión directa en España en manufacturas, 1987-2001*
(millones de euros constantes)



Nota: De 1987 a 1992 son operaciones de verificación (excl. préstamos y reinversiones de beneficios.)

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

■ Inversión

■ Desinversión

— Inversión neta

Los datos del Registro evidencian, en cualquier caso, que apenas está llegando inversión directa al sector desde mediados de la década de 1990. Pero eso no quiere decir que no exista inversión directa, de acuerdo con los criterios del FMI, que también considera las reinversiones de beneficios y los préstamos entre empresas del mismo grupo, pero éstos no están recogidos en la serie, según se ha dicho. Disponer de alguna referencia sobre ambos conceptos es importante para valorar, siquiera a modo de aproximación, esas ausencias.

En el *antiguo* Registro que recogía las operaciones de verificación de inversiones se disponía de alguna evidencia. Respecto de las reinversiones, el cálculo estimado para el conjunto de la industria, en el periodo 1988–97, es, aproximadamente, de un 30% sobre el total de la inversión bruta; cifra media no muy distante del dato obtenido para Estados Unidos (37% del total invertido en el sector de manufacturas español para el periodo 1990–2000, con datos de la oficina estadística del Departamento de Comercio), que expresa bien lo que cabe esperar de países con larga tradición como receptores de IDE. Y respecto de los préstamos de más de cinco años, también con datos del *antiguo* Registro y para el mismo periodo, las cifras son escasamente significativas y fueron disminuyendo con el tiempo (entre un 5–2%).

Los resultados de la desagregación de las manufacturas en quince subsectores, para los años 1997–2001, con sus correspondientes inversiones, desinversiones e inversiones netas, advierten ya de las fuertes asimetrías existentes entre las distintas actividades. Por razones prácticas se han agrupado en tres grupos según sus niveles de demanda y

contenido tecnológico: manufacturas tradicionales, intermedias y avanzadas⁽³³⁾ (gráfico 11).

Una simple mirada al gráfico pone de manifiesto que los sectores más avanzados en tecnología han sido los más olvidados por el capital extranjero en los años finales del pasado siglo y comienzos del siguiente (de hecho no ha entrado capital en términos netos). Este dato subvierte la imagen que hasta ahora se tenía del perfil manufacturero, pues eran los sectores avanzados los que captaban la mayor cuota de inversión bruta cuando se les relacionaba con su volumen de actividad (ventas o valor añadido) ⁽³⁴⁾. Factores tan esenciales en la localización de la inversión en el periodo 1986–92, como, por ejemplo, altos niveles de productividad, o la importancia concedida a los activos basados en el conocimiento antes que a los de capital físico⁽³⁵⁾, no parecen tenerse en cuenta ahora, aparentemente, si nos atenemos a los resultados de este último lustro. Desde 1993 hasta 2001, sin embargo, con los nuevos datos del Registro ya corregidos (sin préstamos de más de cinco años ni reinversiones), aunque con la bsa de no poder contar con una IDE bruta verdaderamente real, el capital extranjero deja en un segundo plano a estas actividades (5,5% en la relación inversiones/VAB sectorial entre 1993-98), muy por debajo de las actividades de signo intermedio (9%), aunque por encima de las tradicionales (3,1%).

El creciente desinterés del capital extranjero por invertir en producciones manufactureras avanzadas no debe extrañar, si se hace caso de lo que el informe Cecchini (1988) preveía de cara a la formación del mercado único: los sectores más avanzados se verían más afectados por la desaparición de las barreras no arancelarias en el esquema de la producción comunitaria y por la nueva división del trabajo a escala internacional, lo que habría dejado sin ventajas comparativas apreciables a algunos de estos sectores⁽³⁶⁾. Contemplada la evolución de estos sectores en la Contabilidad

³³ Una descripción más detallada puede verse en Myro y Gandoy (2001).

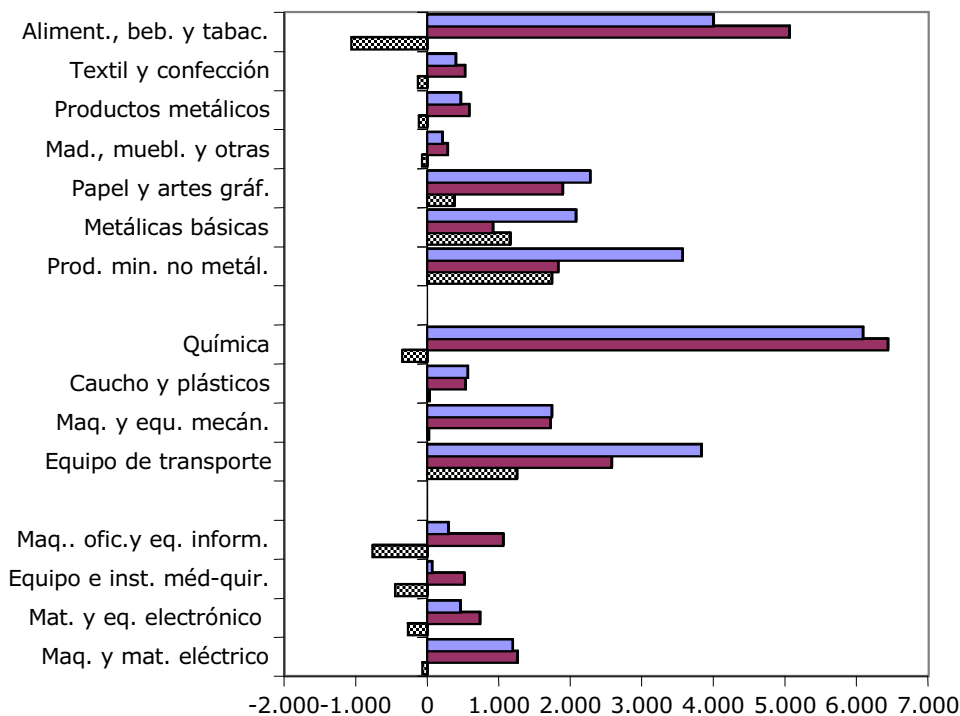
³⁴ Según Bajo y López Pueyo (1996), tomando como indicados la relación inversión/ventas, la inversión bruta se dirigió a los sectores más intensivos tecnológicamente en el periodo 1986–92, a la par que primó altos niveles de productividad. Mdero (2001) insiste también en esta cuestión.

³⁵ Sobre el importante rol del capital humano, la diferenciación de producto o la productividad en las inversiones recibidas en el periodo 1986–92, véase el trabajo de Bajo y López Pueyo (2002).

³⁶ No es momento de reproducir aquí lo ya dicho en otros trabajos –incluidos los casos que allí se cuentan– respecto de la deslocalización de la actividad productiva por parte de las multinacionales en España (véase la nota 32), pero sí resulta ilustrativo oportuno recordar algunos de los más recientes, correspondientes a los sectores industriales más avanzados en su mayoría, y que más revuelo organizaron entre la opinión pública a lo largo de estos últimos años (2000–2001): desde el caso ya relativamente lejano de cesión y paulatino abandono de actividad productiva de IBM en Almusafes (Com. Valenciana) hasta los más recientes casos de Lucent Technologies en su planta de Tres Cantos (Madrid), la fuerte reducción de actividad de Ericson (Castilla–La Mancha, Madrid), o el cierre de instalaciones de la producción de aparatos eléctricos para el automóvil de Lear (Cataluña), todo parece apuntar hacia un desmantelamiento productivo de aquellas actividades que fueron el punto de arranque en la actividad de estas empresas en España. En cualquier caso, el abandono de la actividad de una empresa no implica necesariamente el cierre de instalaciones, pues son comunes las sustituciones productivas en momentos posteriores. La compra de las instalaciones de Lucent Technologies en Tres Cantos –Madrid– por parte de British Petroleum, con el fin de fabricar paneles solares, constituye un buen ejemplo.

Nacional, se advierte una situación parecida, con una clara ralentización de su crecimiento en estos últimos años (en el periodo 1996-1999 crecieron a un ritmo medio anual del 2%, casi la mitad de lo obtenido por la industria (sin energía) en su conjunto en ese mismo periodo.⁽³⁷⁾)

Gráfico 11.- Flujos de inversión directa y desinversión extranjera en las manufacturas españolas, 1997-2001
(millones de euros constantes)



Nota: Excluidos holdings.
Fuente: Ministerio de Economía y elab. propia. ■ Inversión ■ Desinversión ■ Inversión neta

En las actividades con niveles medios de demanda e intensidad tecnológica la inversión neta se ha circunscrito, básicamente, a equipo de transporte, sector al que correspondieron los mejores resultados entre todos los sectores manufactureros. Es conocida la alta penetración del capital extranjero en él, aunque a su vera se ha desarrollado una potente industria auxiliar, acompañando a las empresas multinacionales ensambladoras, en muchos casos, en su expansión internacional; situación que ha tenido lugar también en Portugal⁽³⁸⁾. Química, una de las grandes apuestas del capital extranjero hasta ahora, obtuvo resultados negativos en términos netos en el periodo

³⁷ Sobre la evolución del sistema productivo español en el plano comunitario véase: Álvarez López y García Grande (1998).

³⁸ Este tema ha sido abordado recientemente por Corado Simoes (2002).

El futuro automovilístico presenta algunas nubes para España —y para Portugal, según Corado Simoes—, de hacer caso de las quejas expresadas, en el otoño de 2001, por determinadas multinacionales (Volsswagen, por ejemplo), y recogidas por los medios de comunicación, sobre la pérdida progresiva de ventajas comparativas respecto de otros lugares, por problemas de alzas en los costes. Un año más tarde, con motivo de la reducción de las ventas de algunos modelos de coches, la prensa dio cuenta del traslado de una parte de la producción de las plantas españolas del grupo Volsswagen a Eslovaquia.

1997–2001; mientras que maquinaria y equipo mecánico y caucho y plásticos presentan un balance equilibrado entre inversiones y desinversiones.

Por su parte, los sectores tradicionales, de menor demanda y menos intensivos tecnológicamente, muestran resultados desiguales. El más representativo de todos ellos, por el interés demostrado por el capital extranjero hasta ahora —alimentación, bebidas y tabaco— tuvo una inversión neta negativa por encima de 1.000 millones de euros, la cifra más alta de todas las manufacturas. Otros tres subsectores se encuentran en parecida situación, aunque sus cifras son bastante irrelevantes en términos absolutos y relativos: productos metálicos, textil, cuero y calzado, y madera, muebles y otras manufacturas. El papel más saludable, por tener saldos de inversión neta positivos, correspondió a productos de minerales no metálicos y a metalurgia, seguidos muy de cerca por papel y artes gráficas. Tres grandes actividades receptoras de inversión, por tanto, que sin haber aumentado la cuantía de sus inversiones respecto a periodos previos —excepto en metalurgia— no se han visto tan inmersas en procesos de liquidación de inversiones como el resto.

Todo parece apuntar, en suma, a un cambio de actitud del capital extranjero no muy favorable para los sectores más avanzados y para una buena parte de los intermedios y tradicionales. Y aunque sea muy someramente, es oportuno citar aquí los planteamientos de la denominada “nueva geografía económica”. Según ésta, el centro y la periferia económica comunitaria se ven sometidos a dos tipos de fuerzas, las centrífugas y las centrípetas; las primeras basadas en recursos y costes laborales, las segundas en las economías de aglomeración y otras externalidades. Aunque no existe todavía evidencia suficiente, las fuerzas centrípetas podrían imponerse a las centrífugas, favoreciendo la localización de actividades productivas en el centro más que en la periferia, pues las ventajas que esta zona posee no serían suficientes para contrarrestar las aún mayores ventajas de localización situadas más allá de las fronteras comunitarias³⁹). Y esto es importante porque muchos de los sectores manufactureros españoles dependen para su subsistencia productiva del capital extranjero: necesitan sus capitales y tecnología para afrontar con éxito la creciente competencia dentro y fuera de la Unión⁴⁰).

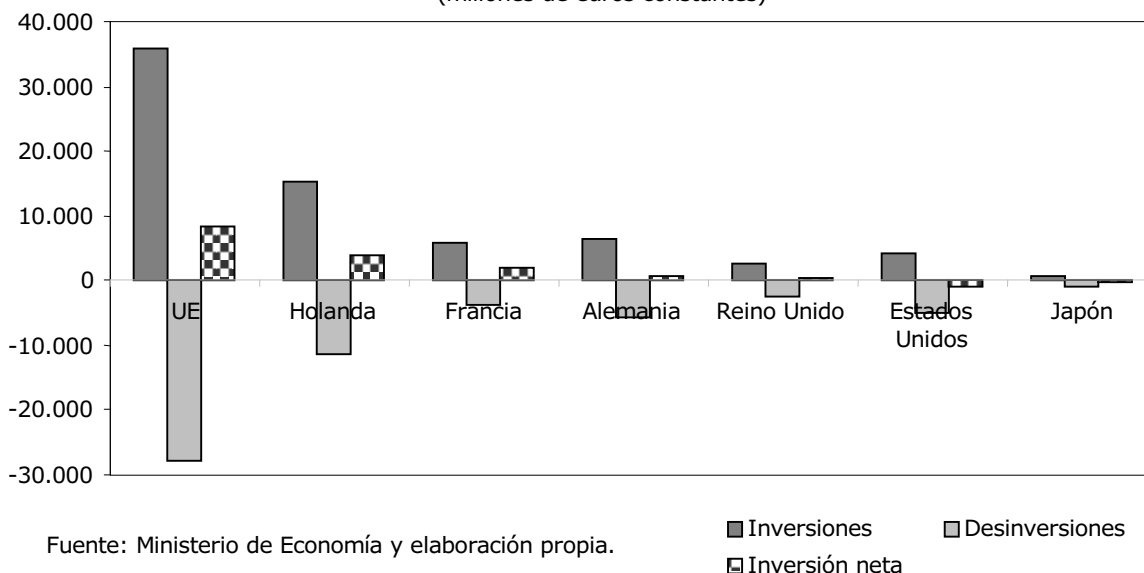
Advertidas estas asimetrías en la composición de los flujos, es útil conocer cómo se comportan los principales países inversores. El gráfico 12 señala para cada uno ellos los resultados del periodo 1993–2001, observándose la ausencia de un patrón común: la inversión neta es claramente positiva para la Unión Europea en su conjunto, al contrario que para Estados Unidos, cuyas desinversiones superaron a las inversiones; Japón, por su parte, también con inversión neta negativa, apenas ha invertido en España desde 1993, dato que no debe extrañar, pues al margen de su largo estancamiento económico,

³⁹ Krugman (1991,1998)

⁴⁰ Martínez Serrano y Myro (1992), Martín y Velázquez (1996), Myro y Gandoy (2001), Myro y Álvarez López (2002) y Díaz Mora (2002).

que justificaría en parte el retraimiento de sus empresas, los datos de comienzos de la década pasada ya anunciaban un cierto desinterés por la periferia (España y Portugal), en relación con otros países comunitarios⁽⁴¹⁾.

Gráfico 12.- Inversión directa y desinversión extranjera en España en manufacturas. Selección de países, 1993-2001 (millones de euros constantes)



También dentro de los países comunitarios se aprecian algunas diferencias, sin que ninguno de los más relevantes presente cifras negativas en la inversión neta del periodo. Los resultados más favorables son los de Francia y Holanda, mientras que para Alemania y Reino Unido la inversión neta es ligeramente positiva.

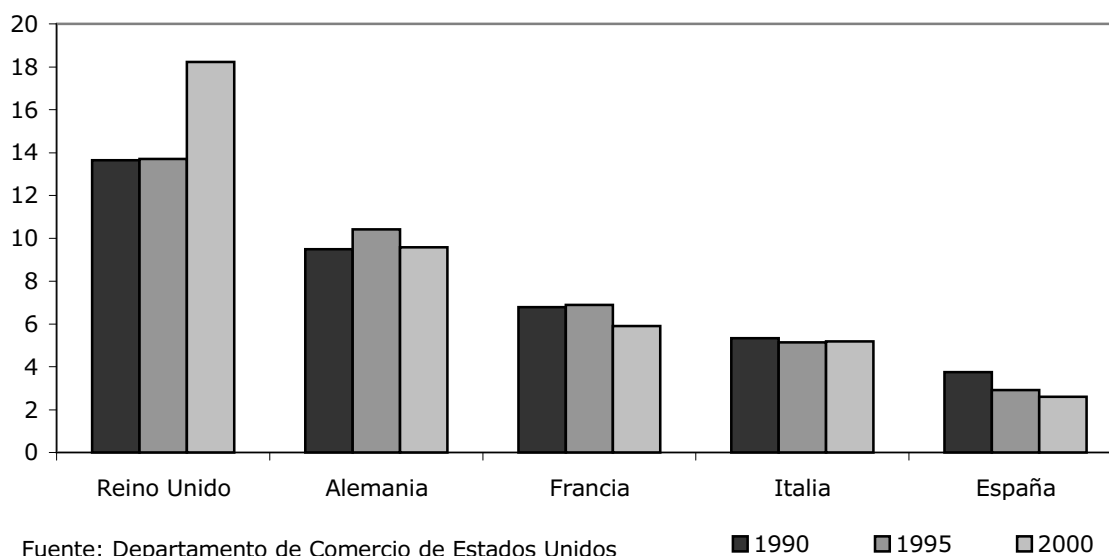
Estos datos, como se viene diciendo, proceden del Registro de Inversiones Extranjeras, y ya se ha dado cuenta de sus peculiares características. Por lo que no sería tan extraño encontrar discrepancias con aquellas otras fuentes, provenientes de los propios países emisores, al usar distinta metodología en el acopio de datos. Los datos de Estados Unidos, para manufacturas, cuya fuente es el Departamento de Comercio (BEA), son una buena referencia, pues incluyen no sólo el capital que fluye entre sociedad matriz y filial (capital y préstamos), sino que también incorpora las reinversiones de beneficios de las empresas. Estos datos están expresados en términos netos.

De entrada, la evolución de los flujos emitidos desde Estados Unidos a España es moderadamente alcista desde 1993 hasta finales de siglo, y en ella las reinversiones tuvieron una importancia nada desdeñable en el total invertido (37%). Con ser esto cierto, hay otros datos no tan favorables: la cuota alcanzada por España en el total de las inversiones directas manufactureras que aquel país dirigió a la Unión Europea disminuyó

⁴¹ Sobre esta cuestión, véase Fernández—Otheo (1995a).

desde el 6%, en el periodo 1986–92, al 4,0% entre 1993–2000⁽⁴²⁾, y la situación de España en la posición internacional de inversión directa manufacturera (balance entre activos y pasivos) de Estados Unidos con la Unión Europea ha descendido de forma sustancial desde 1990 (gráfico 13). Luego, ambas fuentes coinciden en poner de manifiesto una cierta pérdida de atractivos de España como país donde radicar instalaciones manufactureras, aunque no se conozcan bien las razones de esta situación⁽⁴³⁾.

Gráfico 13.- Posición internacional de la inversión directa de Estados Unidos en manufacturas en el exterior. Países de la Unión Europea, 1990-2000 (porcentaje sobre el total)



Concluido el repaso por los principales hitos que caracterizan la IDE recibida de fines el pasado siglo, en el paso siguiente se analiza la vertiente opuesta: los flujos de IDE que España emite al exterior.

⁴² El descenso de las inversiones de Estados Unidos en la periferia europea se constata asimismo en el trabajo de Görg y Ruane (1999). Consúltese a su vez Mold (2001).

⁴³ Barrel y Pain (1999), en su estudio sobre las inversiones de Estados Unidos en la Unión Europea, señalan que las principales ventajas de localización son el tamaño del mercado nacional y la I+D. También se concede cierta significación a los costes laborales unitarios relativos. Por su parte, Narula y Wakelin insisten en la inexistencia de un patrón común de conducta, dependiendo de las peculiares circunstancias de cada país receptor.

Quizá tenga algo que ver en todo esto la reorientación de la IDE de Estados Unidos hacia la inversión de tipo vertical, es decir, aquella que se acomete para adquirir ventaja de las diferencias de costes entre países. Un trabajo muy reciente sobre este aspecto es Hanson, Mataloni y Slaughter (2001).

4. Inversión directa de España en el exterior

Disponer de ventajas de propiedad es una condición necesaria para que las empresas acometan el proceso de internacionalización productiva, según el paradigma de Dunning; y a esto se accede después de un proceso de acumulación de esfuerzos de todo tipo, capacidades y tecnologías. El factor tecnológico es, pues, un elemento central en la explicación no sólo del comercio sino también del perfil inversor en el exterior de cualquier país, pero no siempre éste es indicativo de la competitividad del país emisor (Narula y Wakelin, 1995).

A mediados de la década de 1990, Dunning y Narula (1996), tratando de encontrar alguna pauta común en el proceso inversor de los países, encuentran cierta evidencia sobre la existencia de una senda que siguen los países a lo largo del tiempo: se empieza siendo receptor neto de capitales extranjeros, que llegan buscando los "activos naturales" (mano de obra barata, recursos naturales...); más adelante, mediante la acumulación de "activos creados" en el país (tecnología, marketing, mano de obra especializada) se accede a una fase intermedia, en la que se observa un cierto equilibrio entre flujos de capital recibidos y emitidos, al haberse aumentado estos últimos; el paso siguiente, de darse, implica un cambio trascendental: solventadas al menos en parte ciertas deficiencias comparativas y competitivas, institucionales y empresariales, el país se convierte en un emisor neto de capitales al exterior. El cambio en las ventajas de propiedad favorece, en definitiva, la expansión productiva internacional del país.

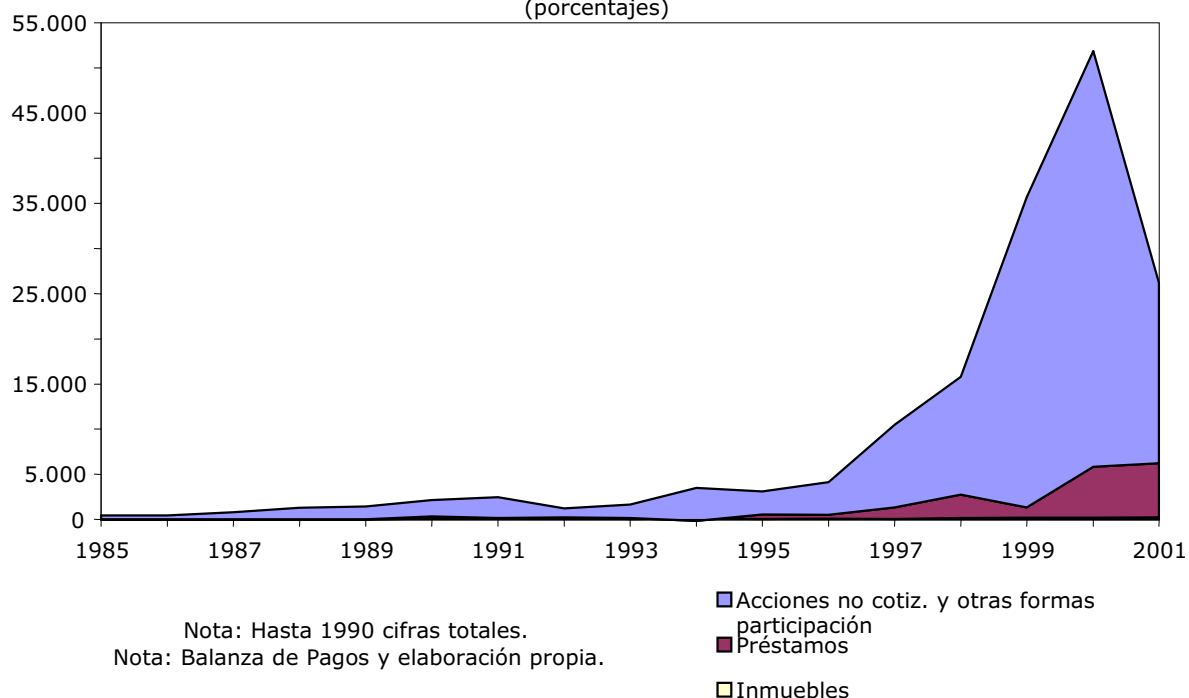
La evolución de la inversión española en el exterior responde bien a las previsiones de la teoría ecléctica de Dunning (Campa y Guillén, 1996) y a la senda de desarrollo de la inversión directa (Álvarez Cardeñosa, 2001), y los pasos que se han venido dando, en particular en el nivel competitivo y tecnológico de determinadas empresas, han secundado la presencia de España en el exterior, en unos casos con paso firme (servicios) y en otros con paso más endeble (manufacturas). Esta cuestión no es baladí: subsisten deficiencias que retardan la plena consolidación de una parte de las empresas manufactureras españolas: el factor tecnológico una vez más.

Mejor que las palabras, la imagen que ofrece el gráfico 14, elaborado con datos de Balanza de Pagos, ilustra esa senda de internacionalización. Tres momentos cabe destacar: la muy escasa presencia de las empresas españolas en el exterior hasta finales de los años ochenta del pasado siglo⁴⁴, la mejora sustancial de la actividad inversora en la primera parte del decenio de 1990 y la fuerte aceleración de los flujos de capital emitidos a partir de 1996, con cifras netas realmente vertiginosas —por encima de los

⁴⁴ La inversión directa de España en el exterior ha sido bastante analizada. Algunos de los más recientes son: Maté (1996), Campa y Guillén (1996), López Duarte y García Canal (1997); Fernández-Otheo (1997), Buesa y Molero (1998), Delgado, Ramírez y Espitia (1999) y Molero (2001).

30.000 millones de euros— en los años 1999 y 2000. Pero de igual modo que las subidas fueron espectaculares, no fue menor el descenso de las cifras en 2001, como también se produjo en la IDE mundial (UNCTAD, 2002). En su mayoría los flujos se encuadraron en la modalidad de participación accionarial —la parte más real de la inversión, según se ha dicho—, los préstamos entre empresas fueron escasos, excepto en el año 2001 (40% del total de la inversión), y la inversión en inmuebles apenas alcanzó significación.

Gráfico 14.- Flujos de inversión y desinversión directa de España en el exterior, según Balanza de Pagos, 1985-2001 (porcentajes)

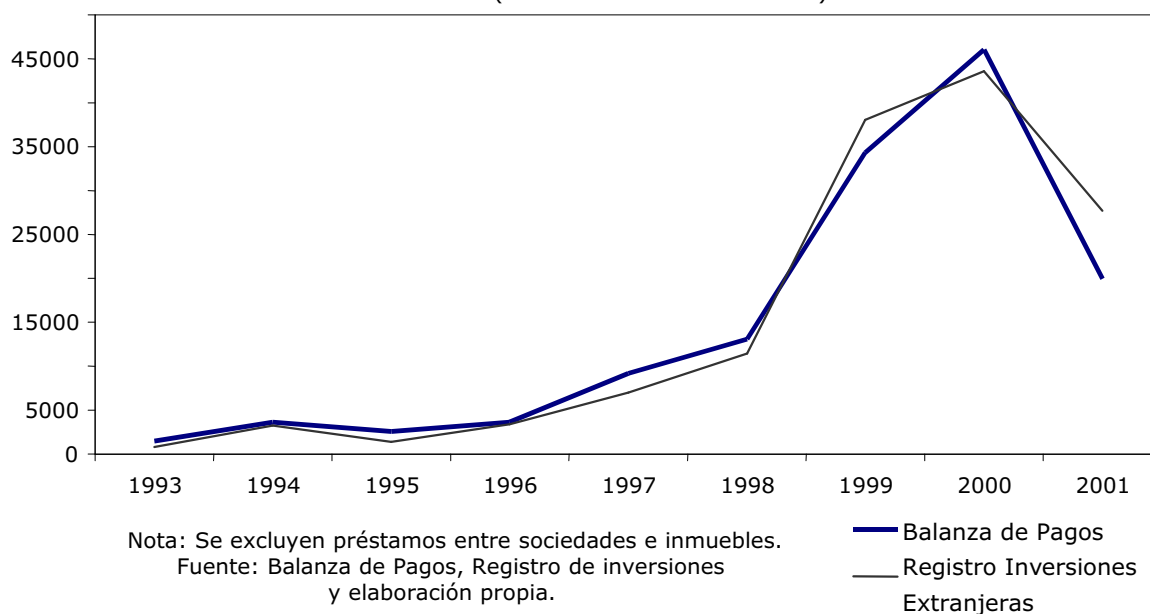


Se ha producido, pues, toda una pequeña revolución en la IDE española en este último lustro, que advierte, en principio, sobre el grado de madurez de la economía española, así como del formidable salto dado como inversor —con los matices que se quieran hacer—, que ha permitido a España situarse entre los países punteros en la inversión exterior. Pero las cifras esconden algo más: el origen del capital es nacional en buena medida, pero también extranjero, como se mostrará en breve.

Estos resultados de Balanza de Pagos muestran estrechas coincidencias con los del Registro de Inversiones, salvando las lógicas diferencias por razones de la provisionalidad de los datos de los últimos años (gráfico 15); con lo que se advierte una pauta común con lo ya visto en el análisis de la inversión recibida por España. Al margen de la dificultad para comprobar este tipo de flujos desde España⁴⁵).

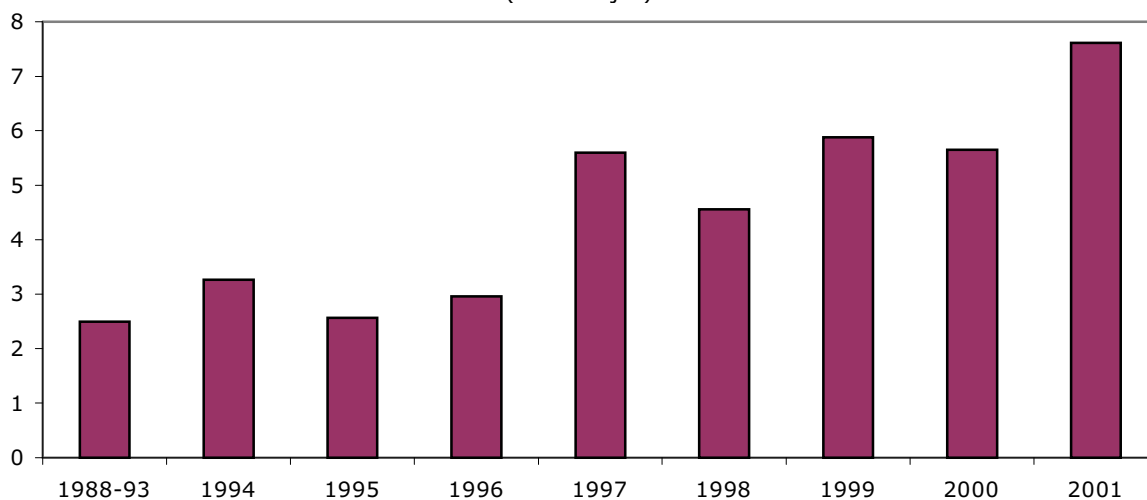
⁴⁵ En cualquier caso, no tienen necesariamente por qué coincidir, dadas las distintas fuentes de que se nutren, así como los distintos momentos en que se registran las operaciones. De otro lado, el organismo que elabora el Registro, la Dirección General de Política Comercial e Inversiones, reconoce en sus informes anuales la dificultad para controlar las cifras reales invertidas por las empresas en el exterior; dificultad que parece ser menor para las inversiones recibidas por España.

Gráfico 15.- Flujos de inversión directa neta de España en el exterior según Balanza de Pagos y el Registro de inversión en el exterior, 1993-2001
(millones de euros constantes)



Toda esta acelerada expansión de la inversión ha supuesto un notable avance en la cuota de inversión que corresponde a España en el conjunto comunitario (del 3% de los años 1993–96 se ha pasado al 6%, aproximadamente, en el periodo 1997–2001, con datos de UNCTAD). Y puesto que la caída de la inversión mundial en 2001, y en particular la comunitaria, ha sido más fuerte que la de España, ha permitido a ésta mejorar de forma sustancial su cuota respecto a años previos; en cualquier caso, las cifras medias de todos estos años se encuentran todavía por debajo de lo que cabría esperar en función del tamaño de su economía (gráfico 16).

Gráfico 16.- Cuota de España en el conjunto de la inversión directa en el exterior de la Unión Europea (intra y extraeuropea), 1988-2001
(Porcentajes)



Fuente: UNCTAD.

Es preciso enumerar una serie de factores, de distinto alcance, que ayudan a entender esta sorprendente expansión: el crecimiento de la economía mundial y los avances en la desregulación y privatización de determinados sectores — fundamentalmente servicios—, las favorables condiciones financieras y de tipo de cambio para embarcarse en estas operaciones, la mejora en las ventajas competitivas y comparativas alcanzadas por las empresas y la necesidad de fortalecer la competitividad de las empresas españolas en el contexto internacional, en respuesta a la integración de mercados, así como los cambios en la legislación española sobre la fiscalidad de las rentas obtenidas en el extranjero en el segunda parte de la década pasada; aspecto este último que ha reforzado la expansión de la actividad propiamente nacional, y que se comenta con detalle a continuación.

4.1. EL PASO DE LA INVERSIÓN DIRECTA RECIBIDA A LA EMITIDA

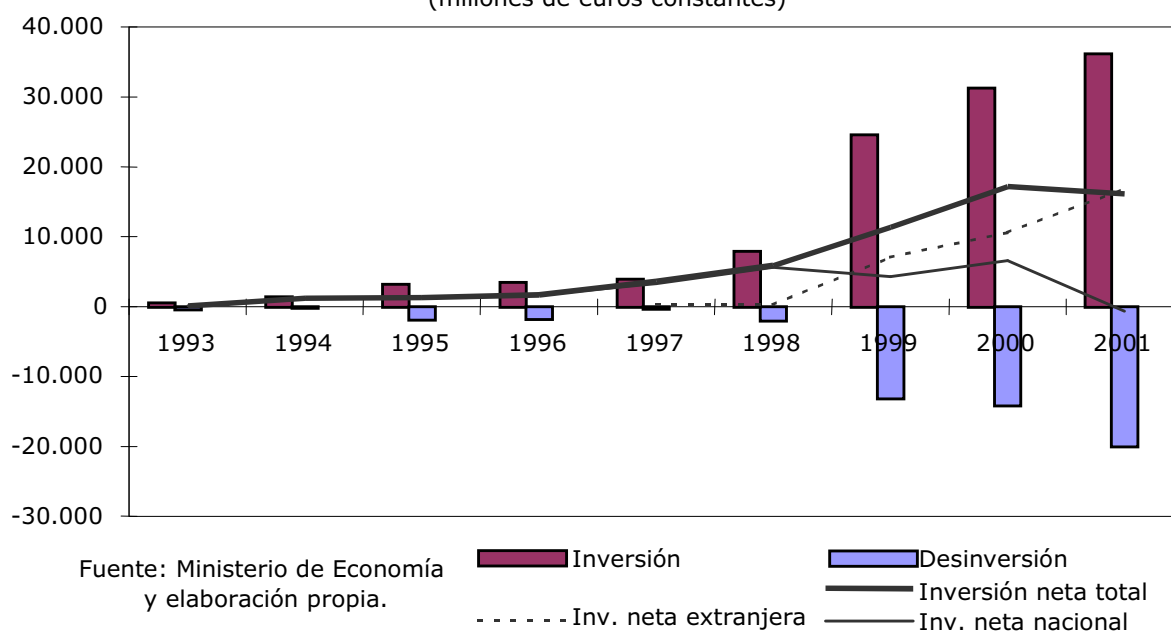
Ya se ha dicho qué papel cumplen las Entidades tenedoras de valores en el extranjero (ETVE) en el esquema de los flujos recibidos por España, por lo que queda dilucidar ahora su papel en el plano de la emisión de flujos de inversión directa de España hacia el exterior. Este es el único modo de captar cuál ha sido la contribución del sistema productivo nacional y la del capital extranjero al proceso inversor.

El acceso a esta información no es inmediato. El epígrafe Gestión de sociedades y tenencia de valores extranjeros, título con el que se ofrece la información, no distingue qué parte de las ETVE corresponde al capital nacional y qué parte al capital extranjero, pues las empresas de ambas procedencias pueden crear por igual una ETVE para expandir sus actividades internacionales. Según se ha visto en el epígrafe previo, la cuantía de los flujos procedentes del exterior que llegó a España para crear ETVE es conocida, por lo que una vía bastante aproximada para calcular el valor del capital extranjero invertido en el exterior es descontar los flujos de IDE recibidos destinados a ETVE del valor que aparece como IDE emitida en el epígrafe Gestión de sociedades y tenencia de valores. Con todo, crear una ETVE por parte del capital extranjero no residente no es la única vía atractiva para invertir en el exterior desde España, pues está también la opción directa (crear una sociedad al amparo del artículo 30 bis de la Ley del Impuesto de Sociedades)⁽⁴⁶⁾, lo que restaría algún valor a una estimación que tenga en cuenta sólo la parte conocida de las ETVE extranjeras; la posibilidad de captar cualquier otra dimensión del capital extranjero en el conjunto de los flujos emitidos sería muy difícil en cualquier caso.

⁴⁶ Véanse, de nuevo, las distintas opciones que plantea Albi (1999) sobre las ventajas e inconvenientes a la hora de optar por una u otra vía, sin olvidar una tercera vía utilizada con profusión por las empresas españolas desde hace tiempo: la creación de una sociedad *holding* en el exterior.

En el gráfico 17 se muestra el resultado de dicha estimación, en términos de IDE neta, segregando la parte extranjera de las ETVE en el epígrafe Gestión de sociedades y tenencia de valores, y considerando al resto de los flujos incluidos en éste epígrafe como capital nacional. Como puede constatarse, la utilización de sociedades de gestión de cartera y tenencia de valores para invertir en el exterior ha sido una práctica relativamente reciente en la expansión productiva en el exterior del capital nacional, que empezó a adquirir relevancia, en términos netos, a partir de los años centrales de la década de 1990, momento que coincide con los cambios legislativos aludidos. Hacia 1997, y sobre todo en los años siguientes, se alcanzaron cifras en torno a los 5.000 millones de euros constantes, aunque en el año 2001 las cifras netas fueron negativas, rompiéndose así la tendencia expansiva de toda la década. Su importancia relativa sobre el conjunto de la inversión bruta o neta siempre fue muy alta, con cifras próximas al 50%. Por lo que respecta a la actividad del capital extranjero en el exterior, canalizada a través de las ETVE, después de los tímidos comienzos de los años 1997 y 1998 (300 millones de euros), el auge ha sido espectacular, no habiéndose manifestado signo depresivo alguno en un año de crisis económica como 2001.

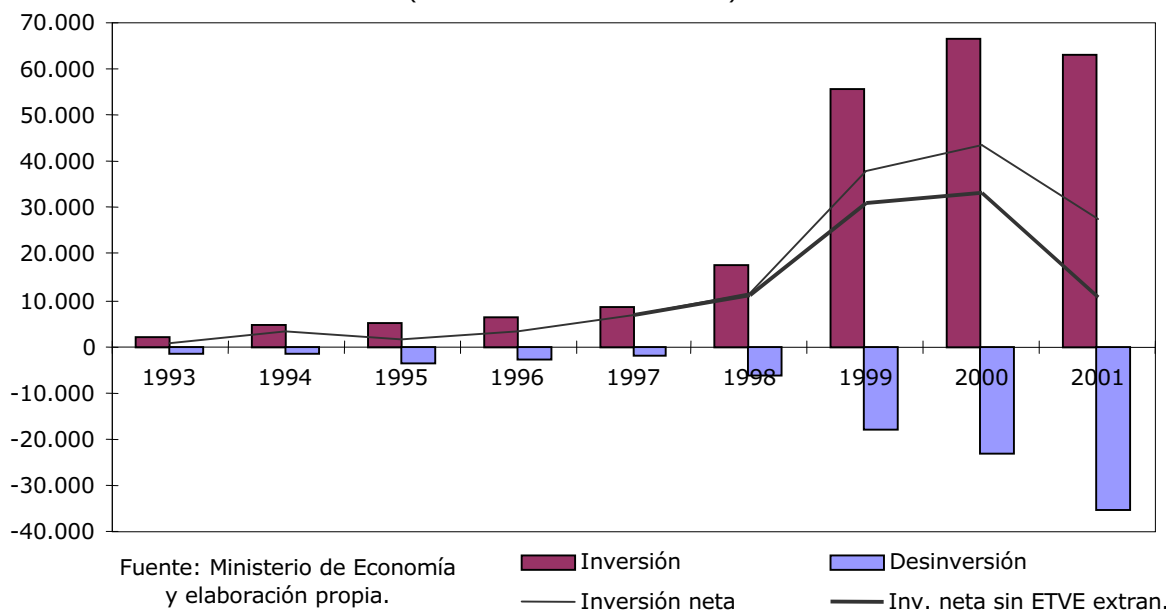
Gráfico 17.- *Flujos totales de inversión directa de España en el exterior en Gestión de sociedades y tenencia de valores y asignación al capital nacional y extranjero, 1993 -2001*
(millones de euros constantes)



El paso siguiente aborda por fin la magnitud del esfuerzo verdaderamente nacional en el proceso de internacionalización productiva de España, una vez cuantificada la presencia del capital extranjero en dicho proceso. En el gráfico 18 se muestra la serie de IDE total, ya conocida, y en qué se quedaría si se restara la parte extranjera de las ETVE. Pues bien, excepto la rebaja que se produce en la magnitud de las cifras, todo parece seguir igual, lo que anima a apuntar que la extraordinaria expansión de la inversión en el

exterior, en estos últimos años, ha sido un fenómeno básicamente nacional⁴⁷), habiendo coadyuvado a ello un capital extranjero, en pleno ascenso también (31% del total de la IDE emitida entre 1999–2001), aunque con una intencionalidad bien distinta de la productiva, que ha utilizado la favorable legislación fiscal española de las ETVE para movilizar la tenencia de la propiedad de sus activos de un país a otro.

Gráfico 18.- *Flujos de inversión directa y desinversión de España en el exterior, excluidas las Entidades de tenencia de valores extranjeros (ETVE), 1993 -2001* (millones de euros constantes)



En este mismo gráfico se presentan también los datos de inversiones y desinversiones o liquidación de inversiones. Con las salvedades ya señaladas respecto de la presencia de operaciones que sobrevaloran, simultáneamente, la cuantía de un tipo u otro de flujos (en particular las transmisiones entre residentes independientemente de si se han producido dentro de un mismo grupo empresarial o no), interesa destacar no obstante que las desinversiones fueron más importantes, en términos relativos, en el periodo 1993–96 (50% de la inversión bruta) que más adelante (39% entre 1997–2001); justamente lo contrario de lo que sucedió con la inversión recibida por España, según se vio en el epígrafe previo.

El gráfico muestra también el drástico descenso que ha tenido lugar en 2001, al igual que en el plano mundial, y aunque esta bajista no afectó al capital extranjero ligado a las ETVE, puede constituir el preludio de un descenso de las cifras de la inversión española a niveles más reducidos, al menos por lo que se refiere a la cuota de las empresas específicamente nacionales en el conjunto de la inversión. Hay algunos indicios que lo avalan: la ralentización de la economía mundial; el descenso de ofertas públicas de

⁴⁷ Es decir, flujos que provienen de los recursos propios de las empresas y de su endeudamiento en España y en los mercados internacionales.

adquisición de activos en los servicios públicos; el enorme esfuerzo realizado por las empresas en pocos años, lo que parece exigir también un cierto tiempo para asimilar las adquisiciones o la creación de nuevas instalaciones⁽⁴⁸⁾; o bien las dificultades en las filiales participadas en la principal región donde se concentra la actividad exterior, por causa de la situación económica por la que atraviesan algunos de los países de la zona más significativos a comienzos del presente siglo. Y todo esto influye en las cifras de inversión por dos vías: reduciendo las inversiones en el exterior previstas en un principio y desinvertiendo a la par, para garantizar la cuenta de resultados de las filiales o de la misma sociedad matriz; aunque a corto y medio plazo siga siendo necesario, por parte de ésta, hacer las dotaciones pertinentes para sanear las filiales⁽⁴⁹⁾. Todo esto tiene sentido para las *grandes* inversiones realizadas por las empresas de energía y agua o de telecomunicaciones y banca. Mientras tanto, las inversiones de menor calado, pertenecientes a empresas de tamaño más reducido y más difíciles de captar dentro de las estadísticas globales, seguirán produciéndose más pausadamente, a medida que el sistema productivo vaya reafirmando las ventajas competitivas empresariales⁽⁵⁰⁾.

4.2. ESPECIALIZACIÓN SECTORIAL DE LA INVERSIÓN DIRECTA EN EL EXTERIOR

Una buena oportunidad para captar la existencia de ventajas y desventajas competitivas y comparativas de cualquier país, así como su modificación en el tiempo, es observar la composición sectorial de la inversión directa en el exterior. Medir esto no siempre es fácil, y en el caso español, según se ha visto hasta ahora, se entremezclan distintos planos que lo hacen aún más complicado. Por una parte está la cuestión de la procedencia del capital emitido, nacional—extranjero, por otra el conocimiento muy somero de lo que realmente hacen las sociedades *holding* en el exterior, o bien, la compleja valoración de las desinversiones, aspecto reiteradamente señalado en páginas anteriores.

⁴⁸ La expansión de la actividad productiva española en el exterior ha tenido dos frentes: uno interno, creando directamente empresas o ampliando instalaciones ya existentes, y otro externo, adquiriendo activos ya existentes que facilitan la implantación rápida en los respectivos mercados. Con la información disponible no es fácil descifrar qué fórmula ha sido más utilizada. Se conoce, eso sí, que la constitución de sociedades apenas ha supuesto un 4% del total de la inversión entre 1998 y 2001, y que el resto, a partes iguales ha ido a adquisiciones y a ampliaciones de capital; y estos datos son insuficientes para ofrecer una respuesta más precisa. Por ejemplo, puede comenzarse con una adquisición y continuar con la subsiguiente ampliación de capital, o constituir una sociedad con poco capital y pasar posteriormente a las ampliaciones.

Un análisis pormenorizado de las formas de entrada —empresas conjuntas o adquisiciones—, con datos de operaciones de empresas recogidos de la prensa especializada, puede verse en López—Duarte y García—Canal (2001).

⁴⁹ La prensa nacional ha venido dando cuenta, a lo largo de 2002, de determinadas desinversiones que afectan a las grandes empresas españolas (Repsol—YPF, Santander—Central—Hispano, Endesa), con el fin de sanear los balances de algunas filiales en América Latina.

⁵⁰ Una interesante reflexión sobre las consecuencias de la concentración de la IDE en América Latina, en caso de crisis, así como sobre la dualidad de la IDE en función de su mayor o menor exposición a la competencia de las empresas participantes, puede verse en Torrero (2000).

La estructura sectorial de la IDE en el exterior de las décadas de los setenta y ochenta del pasado siglo ha descansado básicamente en los servicios, como cabía esperar de un país de desarrollo intermedio y con claras debilidades tecnológicas. En la década de los noventa la pauta no habría variado en principio, teniendo en cuenta que casi la mitad de los flujos corresponden a sociedades *holding* (cuadro 3): los servicios alcanzaron cifras próximas a la tercera parte del total de la IDE, aumentando algunos puntos porcentuales en la parte final del pasado siglo; las manufacturas, con el 13,4% en el periodo 1993–97, fueron perdiendo posiciones en favor de energía, agua y extractivas (14% entre 1998–2001), sector que se ha convertido en uno de los pilares de la presencia española en el exterior. Por el contrario, es insignificante, incluso en valores absolutos, en agricultura, ganadería y pesca y construcción. Es, pues, una distribución asimétrica, volcada sobre los servicios y sobre la energía y agua; e incluso entre los servicios, el grueso de la inversión se acomete por un par de sectores y por no más allá de una docena de empresas.

Cuadro 3.- *Flujos sectoriales de destino de la inversión y desinversión directa de España en el exterior, 1993-2001*
(media anual en millones de euros)

Sectores	1993-1996					1997-2001				
	Invers. (a)	Desinv (b)	(b/a) %	Invers. neta	%	Invers. (a)	Desinv (b)	(b/a) %	Invers. neta	%
· Agricult., gan. y pesca	21	23	108,1	-2	-0,1	76	40	52,9	36	0,1
· Energía, agua y extrac.	248	90	36,4	158	7,1	4.078	561	13,8	3.517	13,8
· Manufacturas	412	117	28,4	295	13,4	3.006	784	26,1	2.222	8,7
· Construcción	47	39	83,6	8	0,3	153	100	65,5	53	0,2
· Servicios	1.588	913	57,5	674	30,6	14.219	5.339	37,6	8.880	34,8
Subtotal	2.315	1.183	51,1	1.133	51,4	21.532	6.825	31,7	14.707	57,6
· Gestión de sociedades y tenencia de valores	2.151	1.078	50,1	1.073	48,6	20.778	9.935	47,8	10.843	42,4
Total	4.466	2.261	50,6	2.205	100,0	42.310	16.760	39,6	25.550	100,0

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración

La barrera de las sociedades *holding* –que incluye aquí tanto la Gestión de sociedades de cartera como las Entidades tenedoras de valores en el extranjero (de capital nacional y extranjero)– lastra esta primera imagen sectorial, pues se desconoce la verdadera actividad final de estas sociedades en los países de destino de la inversión. Afortunadamente, desde 1998 se está proporcionando información sobre esta cuestión, y esto ha permitido contrastar las distribuciones sectoriales correspondientes, antes y después de incluir la actividad final de las *holdings*. Pero con esto no se soluciona del todo el problema. Persiste una cierta nebulosa todavía, puesto que al incluirse los flujos de las ETVE de procedencia extranjera los resultados siguen siendo aproximados.

a) Reparto de los flujos de las sociedades *holding* entre el resto de los sectores

Los resultados en términos netos, no se desvían mucho de lo que intuitivamente cabe esperar (cuadro 4): el principal beneficiario de la actividad final de estas sociedades ha sido el sector servicios en su conjunto, con lo que consigue algo más de las dos terceras partes del total en el periodo 1998–2001, (siete puntos porcentuales más que si no se hubiese producido esa integración)⁽⁵¹⁾; y dentro de él cabe destacar el aumento de sustancial de comercio y de actividades inmobiliarias y otros servicios a las empresas (once y siete puntos, respectivamente), en detrimento de intermediación financiera y transportes y comunicaciones, que siguen siendo, no obstante, los pilares de la inversión en el exterior. La ganancia de los servicios ha supuesto, obviamente, la pérdida de posiciones de energía, agua e industrias extractivas (ahora un 18% del total) y de casi todos los subsectores manufactureros (13%) sobre los que es factible dar información desagregada. En términos brutos, con las salvedades expuestas respecto de su uso, no se advierten grandes diferencias con lo ya comentado.

Cuadro 4.- *Distribución sectorial de los flujos de inversión directa emitida por España al exterior antes y después de asignar a su destino la actividad final de los flujos de las sociedades de cartera y tenencia de valores, 1998-2001*
(porcentajes)

Sectores	Inversión bruta			Inversión neta		
	antes	después	dif.	antes	después	dif.
Agricultura, ganadería y pesca	0,3	0,2	-0,1	0,2	0,1	-0,1
Energía, agua e industr. extractivas.	18,8	14,3	-4,5	23,5	18,5	-5,0
Manufacturas	13,9	11,7	-2,2	15,4	13,2	-2,2
<i>Alimentación, bebidas y tabaco</i>	4,0	2,4	-1,6	3,9	2,4	-1,5
<i>Textil, cuero y calzado</i>	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0
<i>Papel y artes gráficas</i>	0,7	0,5	-0,2	0,9	0,7	-0,2
<i>Química</i>	4,2	2,6	-1,6	5,5	3,9	-1,6
<i>Otras manufacturas</i>	5,0	6,2	1,2	5,0	6,2	1,2
Construcción	0,6	0,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1
Servicios	67,3	73,5	6,2	60,6	67,9	7,3
<i>Comercio</i>	4,4	17,7	13,3	4,5	15,7	11,2
<i>Hostelería</i>	1,1	1,1	0,0	1,1	1,4	0,3
<i>Transportes y comunicaciones</i>	19,5	16,7	-2,8	22,3	19,3	-3,0
<i>Intermediación financiera</i>	36,3	26,2	-10,1	28,2	19,8	-8,4
<i>Activid. inmovil. y servicios a empresas</i>	3,8	10,7	6,9	4,0	11,0	7,0
<i>Otros servicios</i>	1,5	1,1	-0,4	0,6	0,8	0,2
Total	100,0	100,0		100,0	100,0	

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

Las empresas de servicios, junto con energía y agua, han sido, en suma, la punta de lanza de la inversión española en el exterior. Disponen de mayores ventajas competitivas

⁵¹ En términos comparativos, esta cifra es ciertamente alta, puesto que la proporción de lo invertido en servicios por los principales países comunitarios no sobrepasa el 50% del total de la inversión (Molero, 2002).

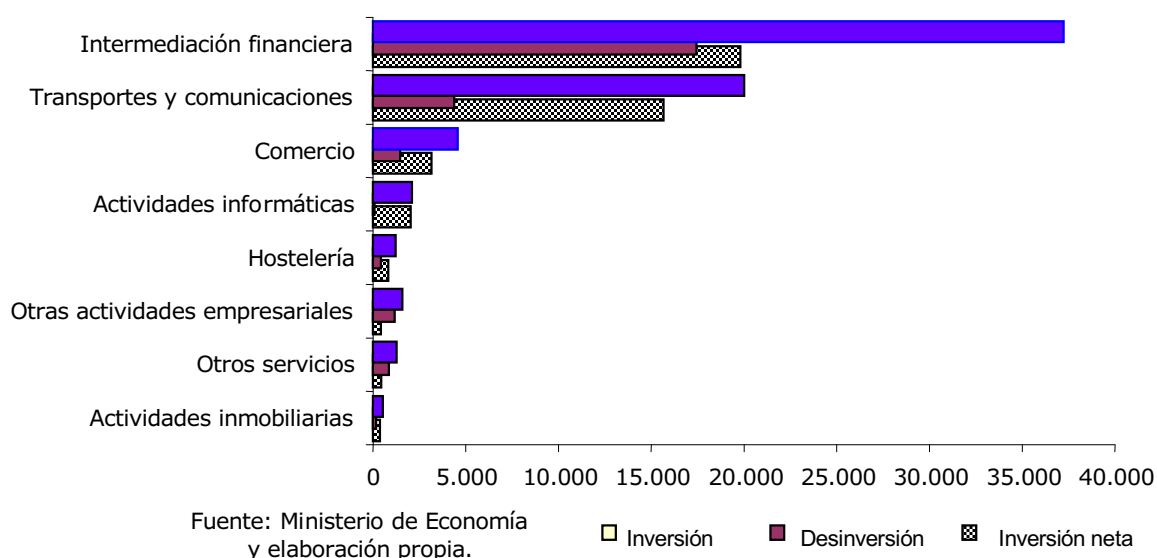
y comparativas, en principio, que las empresas de los sectores manufactureros, desde un tamaño suficiente y un nivel tecnológico equiparable al de sus competidoras, hasta experiencia y capacidad de gestión. En manufacturas, sin embargo, el reducido tamaño medio y la falta de activos tecnológicos propios parecen ser los factores que retrasan o impiden su presencia productiva en el exterior; resultado no tan extraño si se tiene presente la crónica debilidad tecnológica de España, en los recursos que a esta actividad se dedican y en sus resultados.

b) Servicios y manufacturas desagregados

Según se acaba de ver, la desagregación sectorial con la actividad final de las sociedades *holding* es reducida en cuanto a las actividades que ofrece, y de ahí que se insista de nuevo en la vertiente inicial –sin sociedades *holding*– presentando información más desagregada y en valores absolutos.

La distribución de los principales servicios con actividad exterior se muestra en el gráfico 19. Hay poco que decir respecto a lo ya dicho, excepto comentar la alta estabilidad en la inversión (las liquidaciones de inversiones no son significativas para la mayoría de los sectores, obteniendo todos ellos cifras positivas de inversión neta; y en esto se parecen bastante a la otra vertiente: la inversión recibida por España.

Gráfico 19.- Flujos de inversión y desinversión directa de España en el exterior, 1998-2001
(millones de euros constantes)



Por lo que respecta a la desagregación de las manufactureras, se ha seguido para su presentación el criterio más común, adscribiéndolos en función de sus niveles de demanda e intensidad tecnológica; y también, como en los servicios, con la misma

restricción, al no incluir la actividad final de las sociedades *holding* (gráfico 20). El primer resultado a destacar es el ajuste casi perfecto entre inversión directa en el exterior y la estructura productiva a finales del pasado siglo (es decir: 52,4, 34,0 y 7,8% para las manufacturas tradicionales, intermedias y avanzadas, respectivamente, en 1999). A esta distribución se ha llegado en escaso tiempo, pues en el periodo previo (1993–97), las manufacturas tradicionales poseían el 77% de la inversión y las intermedias el 23%, siguiendo de este modo la estela del sistema productivo, más orientado hacia producciones de mayor nivel tecnológico.

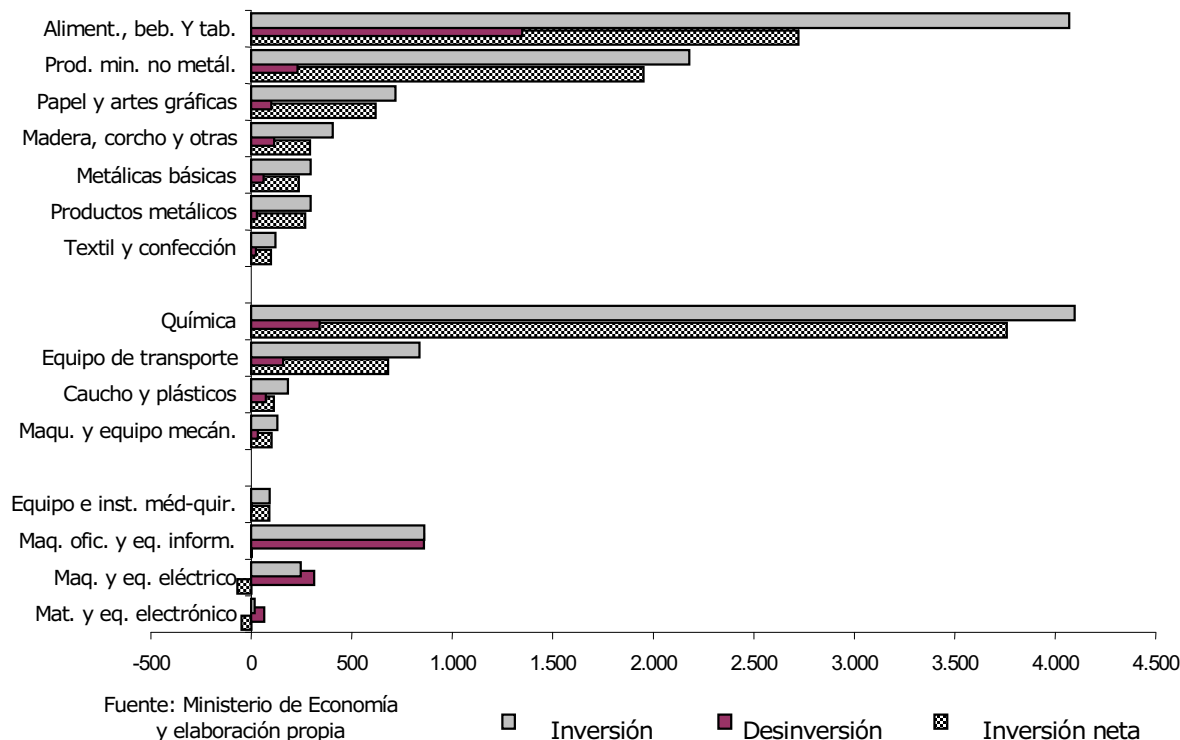
El paulatino aumento de la concentración sectorial de la inversión en el tiempo, en términos brutos⁽⁵²⁾, y una cierta alternancia de sectores en las primeras posiciones son otros hechos a destacar. Dos sectores básicos en el periodo 1993–97, alimentación, bebidas y tabaco, y productos de minerales no metálicos, han seguido teniendo la misma importancia más adelante en sus cifras brutas (43% del total); al contrario que papel y artes gráficas que disminuye su peso relativo, al haber seguido un ritmo de crecimiento mucho más pausado, y que conforma con equipo de transporte un segundo pelotón de sectores; mientras que se incorpora con fuerza al grupo de cabecera química, sin duda uno de los sectores con mayor crecimiento. Las cifras netas no alteran mucho este reparto: química es ahora el primer sector en importancia (35% del total), y le siguen alimentación y productos de minerales no metálicos (25 y 18%, respectivamente); no observándose apenas variaciones en el resto de los sectores intermedios y tradicionales.

La situación en principio es bastante parecida a los servicios en cuanto a las escasas inversiones netas con signo negativo, aunque con la importante excepción de dos sectores pertenecientes a las manufacturas avanzadas: maquinaria y equipo eléctrico y material y equipo electrónico. Esta situación no es nueva; aparece también en la inversión directa recibida. Lo que parece indicar la existencia de un patrón común de debilidad, no tanto por la ausencia de inversiones sino porque, casi de forma automática, se producen las desinversiones correspondientes; es decir, estamos en presencia de operaciones de inversión realizadas en un mismo momento de tiempo, y no cabe excluir que éstas se lleven a cabo por razones distintas a las puramente productivas ⁽⁵³⁾.

⁵² Las diferencias porcentuales en las distribuciones según cifras brutas y netas, en el periodo 1998–2001, no son ciertamente muy importantes, excepto para los sectores más avanzados (8,3% del total de la IDE bruta del sector y una cifra negativa, –0,3%, en la inversión neta); mientras que para las actividades intermedias los datos son del 36 y 43%, respectivamente, y para las tradicionales del 56 y 57%. Esto permite llevar a cabo una primera comparación, en términos brutos, con el periodo precedente (1993–1997).

⁵³ El caso de maquinaria de oficina y equipo informático es bien expresivo de lo que se acaba de decir sobre la realización simultánea de operaciones de inversión y desinversión. En los años 2000 y 2001 se invirtieron 178,8 y 680,4 millones de euros, respectivamente; en esos mismos años se produjeron liquidaciones de inversión por 177,8 y 680,4 millones, respectivamente. Ejemplo que advierte, una vez más, sobre el extremo cuidado que debe tenerse al trabajar sólo con datos de inversión bruta.

Gráfico 20.- *Flujos de inversión y desinversión directa en el exterior. Manufacturas, 1998 -2001*
(millones de euros constantes)



En suma, la composición sectorial de la inversión española manufacturera en el exterior más reciente —sin incluir la actividad de las empresas *holding*— se ajusta cada vez más, en el plano agregado, al sistema productivo del país. La mayoría de los sectores con cierta significación en la inversión aumentó el volumen de flujos en la fase final de la década pasada, ajustando su perfil a uno con un futuro más prometedor, con más inversión en sectores que utilizan más intensivamente activos intangibles; otros se quedaron en el camino, en especial aquellos que mayores requerimientos tecnológicos exigen para la elaboración de sus productos. En unos casos se ha tratado de dar respuesta a la paulatina pérdida de ventajas competitivas y comparativas en algunos sectores tradicionales en el interior del país, y en otros a la creciente necesidad de afirmación competitiva de las empresas en el mercado exterior. También el proceso inversor ha recibido algunos apoyos del capital extranjero radicado en España —al margen de las ETVE—, fruto de la activa política desarrollada por algunas filiales de multinacionales que han hecho de España un centro de operaciones para su expansión internacional⁽⁵⁴⁾.

Falta mucho por hacer en cualquier caso para reafirmar la posición productiva en el exterior en manufacturas, y la cuestión tecnológica no ayuda precisamente. En un país que paulatinamente va perdiendo ventajas de costes, bueno es —como de hecho se está haciendo— utilizar y expandir al máximo la inversión directa, que permite a las empresas

⁵⁴ Un ejemplo es el de Valenciana de Cementos, filial de la multinacional mejicana Cemex.

recomponer su función de producción y explotar óptimamente sus habilidades y ventajas comparativas, quizá perdidas por los países en el interior, pero que quedan retenidas por las empresas (Lipsey, 2000)⁽⁵⁵⁾.

4.3. LA BÚSQUEDA DE VENTAJAS DE LOCALIZACIÓN

Las ventajas competitivas y comparativas empresariales de un país no se manifiestan por igual en cualquier espacio, y tanto las exportaciones de bienes y servicios como la dirección de los flujos de IDE en el exterior constituyen un buen reflejo de la existencia de dichas ventajas, tecnológicas o de otro tipo.⁽⁵⁶⁾

Si bien esto es cierto para gran parte de la inversión, es necesario tener en cuenta el objetivo que con ésta se persigue: no es lo mismo producir y hacerse un hueco en mercados desarrollados, sustituyendo exportaciones previas (IDE horizontal), producir en otro país fragmentando el proceso de producción para reducir costes y utilizarlo como plataforma de exportación de sus productos (IDE vertical), adquirir ventajas tecnológicas o cuota de mercado mediante la compra de activos existentes, o establecer una base comercial. Todas estas manifestaciones de la inversión hacen muy compleja la interpretación de los flujos de inversión y de sus factores determinantes, al no disponer de la información precisa.

Durante la década de 1980 y comienzos de la siguiente, fueron los países de la OCDE –y sobre todo Europa– el destino habitual de las inversiones españolas (casi tres cuartas partes del total entre 1983–92, en términos brutos; única perspectiva de análisis que cabe considerar para esta etapa)⁽⁵⁷⁾. A partir de este momento, y durante el periodo 1993–97, se advierte un cambio de orientación, produciéndose una equiparación entre la Unión Europea y América Latina a la hora de dirigir la IDE al exterior (43% del total para cada área en términos netos; cifra ligeramente superior a la obtenida en términos brutos. Y fuera de estas zonas apenas hay países que hayan interesado a las empresas españolas. En el plano general de estos últimos años (1998–2001) apenas ha cambiado el perfil espacial ya descrito (cuadro 5), pero este aparente equilibrio se romperá como consecuencia del necesario desbroce de los contenidos productivos o financieros de los flujos de IDE, particularmente al descontar el “efecto ETVE”.

⁵⁵ Quizá el ejemplo que más se ajusta a esto es la sobresaliente actuación de la empresa gallega ZARA, del sector textil–confección, en los mercados internacionales, aunque sus inversiones no tengan el relieve de otras, por tratarse a menudo de inversiones comerciales.

⁵⁶ Las pautas de localización en relación con las ventajas de las empresas españolas se analizan en Costa (1999).

⁵⁷ Los flujos se dirigieron principalmente a Holanda y Luxemburgo debido a sus ventajas fiscales para la localización en estos de sociedades *holding*, y al Reino Unido por causa de su especialización financiera. Un panorama más amplio sobre este periodo puede verse en Maté (1996) y Martín (1998).

Desde esta perspectiva general, las empresas parecen optar por los países desarrollados en cualquier caso, al añadir otro 10% que corresponde al resto de los países OCDE. Luego, el capital emitido por España, en términos brutos o netos, está muy concentrado, bien en el área económica en que se desenvuelve, la Unión Europea, y en aquellos otros espacios donde también las ventajas de localización son relevantes, incluida la afinidad cultural e idiomática —América Latina—. África y Asia tienen una presencia testimonial, y también Europa del Este, zona ésta en la que se advierten algunas mejoras, imperceptibles en términos relativos pero relevantes en términos monetarios (350 millones de euros de media anual neta desde 1998 a 2001).

Cuadro 5.- *Flujos de inversión y desinversión directa de España en el Valor total y y valor del epígrafe Gestión de sociedades de cartera por áreas de destino, (media anual en millones de euros constantes)*

Áreas	Inversión						Gestión socied. cartera y tenencia		
	1993-1997			1998-2001			1998-2001		
	Inversión	Desinversión	Inversión neta	Inversión	Desinversión	Inversión neta	Inversión	Desinversión	Inversión neta
Unión Europea	2.252	884	1.368	20.992	7.565	13.427	14.883	5.761	9.122
América Latina	2.028	644	1.384	22.480	9.596	12.884	7.092	4.572	2.520
Otros países OCDE	453	159	294	5.859	2.968	2.891	2.388	1.754	635
Paraísos fiscales	494	414	80	735	353	382	350	257	93
Europa del Este	30	2	28	377	28	350	266	0	266
África	32	41	-10	162	116	46	1	1	0
Asia	20	2	18	114	94	20	0	0	0
Total	5.308	2.146	3.161	50.720	20.528	30.192	24.981	12.344	12.636

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración

Dentro de este mismo nivel agregado, tiene interés también dar cuenta del comportamiento individualizado de los países. Para empezar, en términos netos (sucede lo mismo con los valores brutos) la inversión en la Unión Europea sigue estando hoy en día tan desfigurada, en cuanto a sus verdaderos destinos, como lo estuvo en la pasada década. Países como Luxemburgo y Holanda (28 y 39%, respectivamente, del total emitido a la Unión Europea entre 1998 y 2001) siguen siendo los polos de atracción—más aún que en el quinquenio precedente—, manteniendo así su inveterada tradición como lugares de intermediación de la inversión directa internacional por razones fiscales. Por el contrario, Portugal, uno de los países en que más se volcaron las empresas españolas entre 1993 y 1997 (40%), se situó casi en la cola más adelante (0,2%), como consecuencia del extraordinario dato de inversión neta negativa del año 2000 (por encima de los 1.000 millones de euros). Entre el resto de países destaca Alemania, por causa de la actividad desarrollada por las sociedades *holding*, y mucho más atrás aparecen Francia, Reino Unido e Italia (entre un 7 y 5%, aproximadamente, entre 1998 y 2001), que aumentaron algunos puntos porcentuales su presencia relativa respecto del

periodo previo. Entre el resto de la OCDE, Estados Unidos y Suiza (con un 6 y un 3% de la IDE total en este último periodo), fueron los países que despertaron mayor atención entre las empresas.

La distribución de los flujos en América Latina es mucho más diáfana en cuanto a los destinos finales de la IDE. En el primer periodo (1993-97) los países más relevantes en términos netos fueron Perú, Argentina, y Brasil (26, 24 y 15%, respectivamente), influyendo en esta ordenación las grandes operaciones de privatización. En el periodo más cercano se produce una mayor concentración aún, con Brasil (37%) y Argentina (31%) como principales puntos de interés, y seguidos a gran distancia por México y Chile (11% cada uno, aproximadamente).

A medida que transcurría la década de 1990, los paraísos fiscales dejaron de ser una referencia para la inversión española: se siguió invirtiendo en estos lo mismo que antes, pero la cuota que les correspondió en los años finales del pasado siglo parece haberse diluido en los verdaderos destinos finales. Es una consecuencia más, seguramente, de los cambios legislativos realizados en España desde 1998 respecto de las sociedades *holding*, pues se compite seguramente desde aquí en igualdad de condiciones con aquellos países donde tradicionalmente se ubicaban las sociedades tenedoras de acciones; la otra consecuencia de dichos cambios, según se ha dicho ya, es la formidable expansión de la inversión recibida por España en estas sociedades. Subsiste en cualquier caso la cuestión de la atribución sectorial de sus actividades: se puede analizar el destino geográfico final de los flujos de estas sociedades pero no se puede saber a qué sectores se aplican dentro de cada país; como tampoco cómo se distribuyen los flujos espacialmente según la procedencia nacional o extranjera de sus flujos.

Tal como se venido haciendo hasta ahora, y antes de entrar a comentar la interrelación entre áreas y sectores de destino final, con el fin de captar el nivel de especialización de la inversión en cada área, es casi obligado comenzar con la actividad de estas sociedades *holding*, utilizando para ello el mismo cuadro 5. Los resultados son muy claros: las sociedades *holding* han tenido como destino preferente la Unión Europea, a la que dirigieron el 72% de sus inversiones netas. Estos capitales suponen, a su vez, el 68% de la inversión total recibida por la Unión Europea, lo que quiere decir que sin los flujos de éstas la Unión dejaría el puesto de cabecera en solitario a América Latina.

El cruce entre áreas de destino y los grandes sectores agregados –sin que el valor expresado en términos brutos o netos altere la valoración final– proporciona al menos dos resultados sobresalientes (cuadro 6). Primero, América Latina es el lugar fundamental y casi único para las empresas españolas (92% de la inversión neta total) cuando se trata de invertir en energía, agua e industrias extractivas. También es el lugar preferente para el conjunto de los servicios (55%) y, especialmente para instituciones financieras y transportes y telecomunicaciones; sin que la valoración en términos brutos

o netos cambie mucho las cosas. Segundo, cuando se invierte en manufacturas el destino fundamental es la Unión Europea (59% de la inversión neta), seguido a bastante distancia de América Latina (26%); aumentando la ventaja comunitaria en diez puntos si se contempla la inversión neta. Y tercero, si se sigue dejando al margen la actividad de las sociedades *holding*, el nivel de concentración es muy alto en América Latina (60% del total invertido, bruto o neto) en comparación con la Unión Europea (24%); lo que puede suponer, en circunstancias económicas adversas, un alto riesgo para las propias empresas de cabecera.

Cuadro 6.- *Flujos de inversión directa y desinversión de España en el exterior
Industria y servicios por áreas de destino, 1998-2001*
(media anual en millones de euros de 1995)

Áreas	Energía, agua y extract.			Manufacturas			Servicios		
	Inversión bruta	Desinversión	Inversión neta	Inversión bruta	Desinversión	Inversión neta	Inversión bruta	Desinversión	Inversión neta
América Latina	4.431	613	3.818	1.135	430	705	9.702	3.908	5.794
Unión Europea	325	67	258	1.874	244	1.630	3.888	1.487	2.401
Otros países OCDE	16	14	2	467	213	253	2.978	909	2.069
Paraísos fiscales	7	4	3	10	7	3	365	114	251
Europa del Este	0	0	0	53	26	27	53	1	49
África	18	14	4	64	4	60	78	30	51
Asia	56	16	40	26	2	24	31	2	29
Total	4.853	728	4.125	3.629	926	2.703	17.095	6.451	10.644

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

La Unión Europea y América Latina son, pues, los dos polos que circundan la expansión internacional de las empresas españolas. No es éste el lugar adecuado para indagar en los motivos que hay detrás, pero, muy superficialmente, puede decirse que la elección de América Latina ha estado motivada por los siguientes factores: un mercado con gran crecimiento potencial; de más fácil acceso que otros por el menor precio de su cuota de mercado, factor muy importante porque la vía de entrada principal ha sido la adquisición de activos existentes, y porque existe la ventaja adicional de la afinidad idiomática y un entorno psicológicamente próximo; o porque existen ventajas competitivas y comparativas empresariales claras en los sectores de servicios públicos, telecomunicaciones⁽⁵⁸⁾ o en el sistema financiero, aprovechando la oportunidad de los procesos de desregulación y privatización que allí tuvieron lugar⁽⁵⁹⁾. También existen ventajas de localización en esta área para el sector manufacturero, y la paulatina

⁵⁸ Lo que sucede en el sector de telecomunicaciones esta indisolublemente ligado a la empresa Telefónica, y en ello han intervenido tanto cuestiones tecnológicas como el propio idioma. Más en concreto, la internacionalización de esta empresa empezó al inicio de los años ochenta con la venta a Argentina, Chile y Méjico de una solución española a la transmisión de datos. Un análisis detallado sobre todo esto puede verse en Santillana y Mallol (1994) y López (2002).

⁵⁹ Interesantes reflexiones sobre la presencia española en América Latina pueden verse en Alonso (1999) y en Blázquez y Sebastián (2002), así como en Durán Herrera (2002).

ascensión de las cifras de inversión así lo pone de manifiesto; pero no es esta zona la zona más buscada para esta actividad sino la Unión Europea, lo que dice mucho en favor de las empresas españolas por la mayor dificultad para competir en este mercado, y concuerda con la fundamental orientación del comercio exterior español hacia esta área desde su adhesión.

5. Inversión recibida y emitida al exterior: un balance paradójico

Ha sido uno de los objetivos fundamentales de este trabajo mostrar la interacción entre inversión directa recibida y emitida, mediante la cual una parte de los flujos que se reciben del exterior pasan a integrarse de modo inmediato en los flujos que se emiten desde España. Estos flujos, cuya repercusión es prácticamente nula en el sistema productivo nacional, han supuesto un ascenso considerable y simultáneo en los niveles de inversión recibida y emitida, dificultando su interpretación.

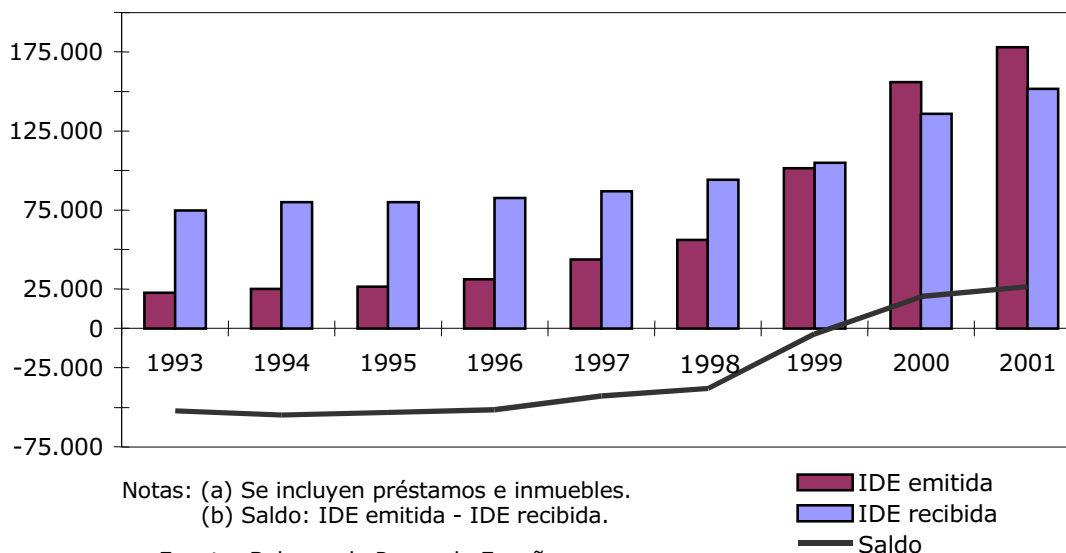
Este epígrafe presta especial atención a la confrontación de ambas caras de la IDE, que da lugar a la formación de la posición internacional de España por inversión directa (elaborada por Balanza de Pagos), y trata de ver —aunque con otros medios: los datos del Registro de Inversiones— qué papel han desempeñado en todo esto los flujos de las ETVE extranjeras y en qué medida los servicios y las manufacturas han colaborado al balance positivo obtenido en el periodo más deslumbrante de la internacionalización de la economía española. El punto de partida, según se desprende del paradigma ecléctico de Dunning, es que la IDE es el resultado de un contraste de ventajas entre receptores y emisores: las ventajas de propiedad, las de localización y las de internalización. Si bien esto es cierto en la mayoría de los casos, no siempre la presencia de flujos españoles en el exterior es un claro reflejo de la existencia de ventajas competitivas claras en el plano tecnológico.

El vuelco en la posición internacional de España por inversión directa —balance de activos y pasivos financieros— en los años 2000 y 2001, equivalente al *stock* de IDE, constituyó el punto de arranque de este trabajo (gráfico 21). Con ello se pasaba página, en principio, a un modelo de internacionalización mucho más pasivo que activo, en el que el flujo de capitales extranjeros resultaba vital para el desarrollo de la economía; lo que no significa que haya dejado de serlo, ni mucho menos.

En la acepción de IDE que aplica Balanza de Pagos, estas cifras incluyen la financiación entre empresas relacionadas e inversión en inmuebles, y con ellos se construye la posición internacional por IDE. Una versión más restringida de esta posición —suprimiendo la inversión en inmuebles de entrada, y con bastantes dudas respecto de la financiación entre empresas—, no modificaría ese resultado favorable a España. La razón es bien simple: los flujos recibidos por préstamos e inmuebles casi siempre han

superado con creces los que se han enviado al exterior, por lo que tales diferencias se ensancharían, precisamente, en favor de España. Esta tarea no es factible llevarla a cabo por falta de desagregación.

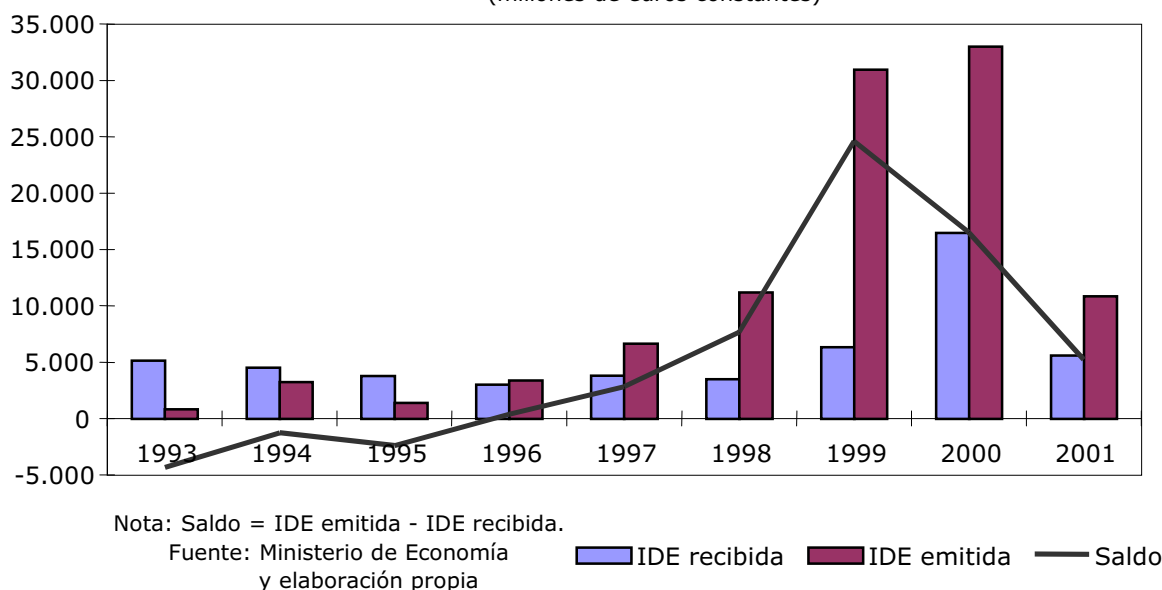
Gráfico 21.- Posición internacional de España frente al exterior por inversión directa, 1993-2001
(millones de euros constantes)



Este primer contraste de la posición internacional, con datos de Balanza de Pagos, es un tanto insatisfactorio: sirve para mostrar el plano más general de la IDE, tal como se ha venido haciendo hasta ahora, pero subsume en ambos tipos de inversión—recibidos y emitidos— los flujos procedentes del exterior a través de las ETVE, cuyo destino es otro país distinto de España, según se ha dicho en repetidas ocasiones. El saldo entre IDE emitida y recibida, que de igual modo se muestra en el gráfico, está exento, sin embargo, del efecto ETVE, pues ambas partidas se compensan.

Otro modo de acercarse al contraste es flujos recibidos y emitidos, pudiendo desbrozarse ahora el efecto ETVE, es a través del Registro de Inversiones Extranjeras. Con todo lo que se lleva dicho, es ciertamente difícil elaborar una serie estadística de *stock* de IDE a partir de esta última fuente; aunque sea mediante la simple suma de flujos anuales. Y por ello, lo que aquí se ofrece son los flujos anuales de ambas vertientes, receptora e inversora, en términos netos, que permiten también obtener una visión bastante completa de la trayectoria conjunta de la IDE (gráfico 22).

Gráfico 22.- *Flujos totales de inversión directa neta recibidos y emitidos por España, excluidas las Entidades de tenencia de valores extranjeros (ETVE), 1993-2001*
(millones de euros constantes)



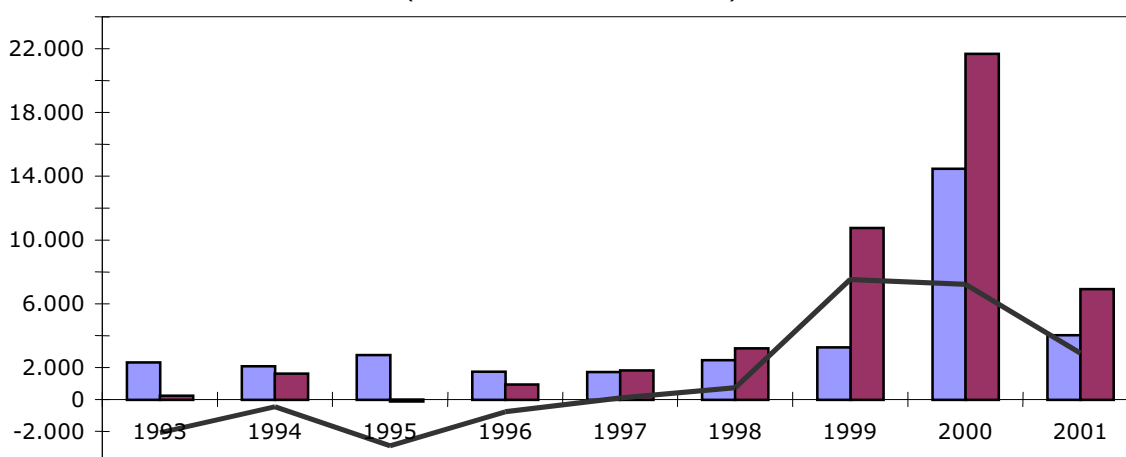
Del citado gráfico cabe extraer las siguientes consideraciones. En primer lugar, el paso desde una situación de dependencia del capital extranjero a otra excedentaria nada ha tenido de episódico, más bien al contrario, a tenor de la clara progresión en los saldos anuales que se percibe desde comienzos de la década de 1990. En segundo lugar, se ha formado una formidable pirámide en un breve espacio de tiempo, bien expresiva del esfuerzo realizado por un reducido número de empresas españolas, que parecen haber completado su primera fase en el escenario de la producción internacional, lo que preludia una vuelta a etapas mucho más tranquilas, quizá más en consonancia con las capacidades reales de las empresas. En tercer lugar, la atonía del capital extranjero recibido con fines productivos es un hecho cierto, que no cabe achacar a estos últimos años, habiendo contribuido —y no poco— a conformar la posición excedentaria de España frente al exterior. Por último, en esta singular confrontación de capitales las fusiones y adquisiciones transfronterizas han desempeñado un papel sustancial, y aquí las empresas españolas parecen haber tenido un papel mucho más activo —como comprador/emisor— que pasivo —como vendedor/receptor—.

Pero este es el panorama general (ya con el componente extranjero de la inversión no ligado al sistema productivo excluido), y sin duda conviene adentrarse en el detalle sectorial de los saldos para extraer una imagen más completa. Una vez más las carencias de información aparecen, al presentarse problemas de asignación sectorial para la actividad final del resto de las sociedades *holding* de capital nacional, lastrando en parte esta parte del análisis. Puesto que se dispone, no obstante, de un primer contraste sobre cómo reparten su actividad final entre los distintos sectores (véase de nuevo el cuadro

4), merece la pena presentar los resultados de aquella parte cierta—sectorialmente— de la IDE, siquiera a modo de aproximación⁽⁶⁰⁾.

Comenzando con los servicios, lo primero que resalta es su similitud con la línea que describe el conjunto de la inversión (gráfico 23); no en vano estos absorben gran parte de la inversión de la década de 1990. La desfavorable posición de partida para España dio paso a una situación de equilibrio a partir de mediados de la citada década, y a un balance muy positivo desde 1999. Este resultado sería aún más positivo si se tuviese en cuenta que queda fuera del gráfico una parte de la inversión en sociedades *holding*, más volcadas en su actividad final hacia los servicios, según se dijo en el epígrafe previo, lo que beneficiaría a la posición española casi todos los años⁽⁶¹⁾.

Gráfico 23.- *Flujos de inversión directa neta recibidos y emitidos por España en servicios, 1993-2001*
(millones de euros constantes)



Nota: Saldo = IDE recibida - IDE emitida.

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

■ IDE recibida ■ IDE emitida — Saldo

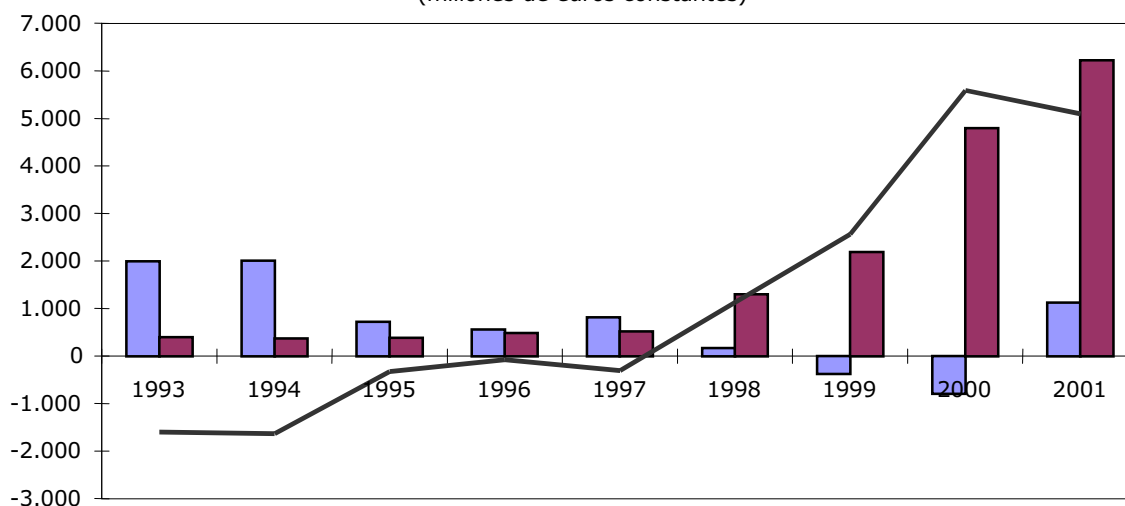
Pero lo más sorprendente de esta aproximación sectorial es que también los saldos de manufacturas son excedentarios desde 1998 (gráfico 24). Sorprendente en cuanto a que la evolución de la I+D española, muy por debajo de lo que cabría esperar, dado el nivel de desarrollo de la economía española, no parecía preludear un cambio tan rotundo de posición que justificase la entrada en la fase más avanzada de la senda de desarrollo

⁶⁰ Hay algún detalle más que dificulta el análisis: el sector que se proporciona sobre inversión en el exterior es el de destino, por lo que bien podría darse que sector de origen de la empresa y el de destino de la empresa no coincidan; situación que cabe considerar en el caso de las sociedades *holding* (por ejemplo, una ETVE de capital extranjero podría indicar, en los formularios correspondientes, que su destino en el exterior es también una sociedad *holding*, pero nada excluye que se destino sea cualquier otro sector de actividad.

⁶¹ Para la IDE recibida por España, la parte que corresponde a la Gestión de sociedades españolas supuso 391 millones de euros anuales en el periodo 1993-96 (véase el cuadro 1), alcanzándose 1.634 millones anuales entre 1997 y 2001. Y para la IDE emitida por España al exterior, la parte correspondiente a la Gestión de sociedades y tenencia de valores de capital nacional supuso 1.073 millones (1993-96) y 3.820 millones (1997-2001).

de la inversión directa, analizada por Dunning y Narula; aunque los datos de los años 1995–97 ya anticipan esta nueva situación, como ya ocurriera de similar modo en los servicios. Este cambio se ha debido a la reducción progresiva de la ya escasa actividad del capital extranjero desde 1993 y de la inversión neta negativa en 1999 y 2000), pero ha influido todavía más en la acentuación de los valores positivos la impresionante aceleración de la inversión en el exterior a partir de 1998. Y esto puede tomarse como un signo inequívoco de la mejora de la competitividad del país o como el fruto de políticas deliberadas de adquisición de activos tecnológicos por parte de las empresas, con el fin de acceder a tecnologías o cuotas de mercado difíciles de conseguir por la vía del establecimiento productivo *ex-novo*, si no es después de un cierto tiempo.

Gráfico 24.- *Flujos de inversión directa neta recibidos y emitidos por España en manufacturas, 1993-2001*
(millones de euros constantes)



Nota: Saldo: IDE emitida—IDE recibida

Fuente: Ministerio de Economía y elab. Propia.

■ IDE recibida

■ IDE emitida

— Saldo

En suma, a medida que se acercaba el final del pasado siglo, España fue perdiendo atractivos de localización manufacturera para el capital extranjero; por el contrario, las empresas españolas han ido reafirmando paulatinamente en el esquema de la producción internacional, reflejo de evidentes mejoras en su posición competitiva y comparativa. Bien es cierto que no son más allá de una docena las que concentran la mayor parte de la inversión, aunque junto a ellas han ido internacionalizándose otras empresas de mucha menor dimensión, en muchos casos estrechamente relacionadas con la actividad de las grandes empresas inversoras. Las cifras son, en efecto, incuestionables, con lo que se han recortado distancias respecto de otros países desarrollados, aunque falta mucho por hacer, sobre todo en manufacturas.

En el plano teórico, estas situaciones de claro superávit de inversión directa no dejan de ser anómalas, teniendo en cuenta que el factor tecnológico es clave en la

determinación de las posibilidades inversoras de un país. Y aquí no sobresale España por sus ventajas tecnológicas, sino, más bien, al contrario: su debilidad tecnológica es proverbial, como es conocido. Pero hay que distinguir entre los servicios y las manufacturas. Para los primeros no es fácil medir sus ventajas tecnológicas o la disposición de otros activos intangibles con posibilidad de ser rentabilizados en el exterior, aunque sí se reconoce que España tiene un grupo de empresas –en el sector financiero y en energía y agua– que reúne las condiciones para internacionalizarse en telecomunicaciones, y que concentraron su esfuerzo de internacionalización en la década de 1990, por lo que no debe resultar tan extraño este balance positivo. La cuestión está en manufacturas, cuyas ventajas tecnológicas distan de estar claras, y el hecho de que el balance sea abiertamente favorable a la inversión de España en el exterior no deja de ser paradójico.

6. Conclusiones

Hay un amplio consenso a la hora de valorar positivamente la presencia de capital extranjero en las economías, por razones de bienestar o de eficiencia, y de ahí la pugna entre regiones y países por conseguir su radicación en los territorios correspondientes; por supuesto que se está hablando de inversión directa real, la que contribuye a engrosar el *stock* de capital productivo nacional.

Los tiempos están cambiando, y el auge de flujos típicamente financieros está haciendo perder sentido a la tradicional acepción de IDE como capital vinculado a los sistemas productivos donde se asienta. Ejemplos surgen por doquier: fusiones y adquisiciones de empresas entre no residentes, créditos entre empresas relacionadas que buscan no tanto financiar inversión real como optimizar la tesorería del grupo, utilización de la propiedad indirecta (*holding*) por motivos fiscales... En fin, todo conduce a un aumento de la movilidad de la IDE en los países desarrollados, alentada –y seguramente no poco– por este último tipo de razones.

La inversión directa de España ha experimentado cambios sustanciales en la década de 1990 en distintos ámbitos: en la legislación que la regula, en su recopilación estadística y en la evolución y características de los flujos de IDE. El punto de partida del nuevo marco legal es la normativa aprobada en 1999, para adecuar ésta al marco comunitario de liberalización de capitales. Con ello ha cambiado también la metodología de acopio y presentación de datos, y lo que ha supuesto, una vez más, una ruptura de las series estadísticas en el Registro de Inversiones Extranjeras y una cierta pérdida de significación de sus datos como expresión de la IDE (no se ofrecen ahora, por ejemplo, datos de préstamos a largo plazo y reinversiones de beneficios), ha tenido su lado favorable en la novedosa presentación de datos de IDE neta y en una mayor fiabilidad de

estos. Tanto es así, que las series de Balanza de Pagos y del Registro, cuando se escogen idénticos conceptos de IDE para su contraste, son bastante semejantes.

Ahora bien, a medida que parecía ir enriqueciéndose el análisis se han puesto de manifiesto también las limitaciones para utilizar únicamente datos de inversión bruta y de desinversión, puesto que incorporan operaciones que no añaden o restan nada al *stock* de capital extranjero existente, al tratarse de transmisiones entre no residentes y de cambios de titularidad de los activos empresariales por causa de fusiones u otras razones, o por llevarse a cabo operaciones de inversiones y desinversiones simultáneas –reestructuración– dentro de los propios grupos empresariales que intervienen en esta actividad exterior. Así pues, la abundancia de operaciones de tipo financiero y otras duplicidades de signo estadístico en la inversión bruta desaconsejan su utilización, debiendo manejarse, básicamente, en tanto no se corrijan las fuentes estadísticas provenientes del citado Registro, los datos de inversión neta; vía de análisis que deja en el camino el conocimiento de aquellas inversiones y desinversiones verdaderamente reales.

Hay otro tipo de operaciones que enfatizan aún más el elemento financiero y que están favoreciendo extraordinariamente la disociación entre IDE y sistema productivo desde 1997, al margen de elevar de forma considerable las cifras de inversión recibida y emitida –en términos brutos y netos–, y que están estrechamente ligadas a los cambios en el Impuesto de Sociedades: las favorables condiciones fiscales para los rendimientos obtenidos en el exterior, a las que el capital extranjero está accediendo mediante la creación de Entidades tenedoras de valores en el extranjero (ETVE) en España. Esto ha supuesto una fuerte distorsión en las cifras de IDE recibida por España, de tal modo que lo que parece ser una notable recuperación de la IDE total en los años finales del pasado siglo no es sino el efecto perverso de la entrada de dichos capitales, que camuflan la atonía que experimenta la IDE desde mediados de la década pasada. No puede decirse lo mismo de la IDE de España en el exterior, puesto que las cifras provenientes de las ETVE de capital extranjero quedan un tanto ensombrecidas por la extraordinaria potencia inversora desarrollada por el capital nacional en todos estos años. Esto ha sucedido hasta el 2001, año de claro repliegue inversor para el capital nacional; no así para el extranjero ligado a las ETVE, lo que podría cuestionar la primacía futura del capital nacional en los flujos anuales de mantenerse esta tendencia.

Así pues, los análisis de los factores determinantes de la IDE (tamaño y crecimiento del mercado, costes y recursos, tecnología... o, incluso, las propias ventajas fiscales para radicar instalaciones productivas) deberán tener en cuenta esta vertiente externa de la IDE, ajena al sistema productivo; de otro modo se corre el riesgo de dar una imagen desenfocada de la realidad. Es cierto que se ha creado una nueva ventaja de localización fiscal para la inversión extranjera que no exige su radicación productiva o comercial, en tanto que la creación –o el mantenimiento– de ventajas de localización productiva del capital extranjero distan de estar claras. El sector servicios recibe inversión, es cierto; no

así el grueso del sector manufacturero (excepto las reinversiones de beneficios y los préstamos entre empresas del grupo que hayan tenido lugar, aspectos olvidados en los datos que ofrece ahora el Registro). Y esto debe preocupar en un país que no acaba de resolver sus fuertes debilidades tecnológicas, y que basa la producción de una parte relevante de las manufacturas de mayor nivel tecnológico en la existencia de empresas multinacionales en su territorio. No es una cuestión baladí saber qué hay detrás de todo esto, en un momento en que comienzan a advertirse algunos cambios en la recomposición de la producción industrial en el espacio comunitario.

Sin duda, este mismo factor, el tecnológico, está detrás también, junto con la menor dimensión relativa de la empresa española, de la dificultad para consolidar la presencia productiva en el exterior del sector manufacturero, pero esto queda ensombrecido ante el brillante –en principio– proceso de internacionalización seguido por una parte del sector servicios –fundamentalmente telecomunicaciones y bancos– y del sector de energía y agua, al amparo de las ventajosas condiciones financieras, internas y externas, que el acceso al euro ha supuesto para las empresas. Y aunque cueste reconocerlo, el alto riesgo asumido por este reducido núcleo de empresas, menos expuestas a la competencia que sus homónimas manufactureras, al concentrar la mayor parte de su actividad en una única región, en la que parecían mostrarse más claramente las ventajas comparativas y competitivas empresariales, deja cojo este paso fundamental en la apertura al exterior de la economía española. Teniendo en cuenta la situación que atraviesan algunos de los mercados más relevantes de América Latina en estos últimos años, en los que las inversiones han sido extraordinariamente relevantes, las dificultades económico-financieras de las filiales pueden arrastrar de un modo u otro a las propias empresas matrices, tal como se constató a comienzos del presente siglo.

Referencias bibliográficas

- ALBI IBÁÑEZ, E. (1999), "¿Utilización de *Holdings* extranjeras o inversión empresarial en el exterior desde España?: aspectos fiscales", *Información Comercial Española*, núm. 777, marzo-abril.
- ALONSO, J.A. (1999), "La inversión española en América Latina: ¿tiempos en crisis?", *Economistas*, España 1998. UN balance, núm. 80 (extra), marzo.
- ÁLVAREZ CARDEÑOSA, M. (2001), *Una aproximación a la senda de inversión directa para el caso de España*, IV Encuentro de Economía Aplicada, Reus, junio.
- ÁLVAREZ LÓPEZ, M^a. E. Y GARCÍA GRANDE, M^a. J. (1998), "La industria en la Unión Europea: especialización y concentración", *Economía Industrial*, núm. 322.
- BAJO-RUBIO, O. Y SOSVILLA-RIVERO, S. (1994), "An econometric analysis of foreign direct investment in Spain, 1964-89", *Southern Economic Journal*, vol. 61.
- BAJO, O. Y LÓPEZ PUEYO, C. (1996), "La inversión extranjera directa en la industria manufacturera española", *Papeles de Economía Española*, núm. 66.
- BAJO, O. Y TORRES, A. (2001), *The impact of Spain's integration with the EC on trade and foreign investment*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
- BAJO, O. Y LÓPEZ PUEYO, C. (2002), *Foreign direct investment in a process of economic integration: the case of spanish manufacturing, 1986-1992*, Documento de Trabajo EEE 126. FEDEA, Madrid.
- BALDWIN, R.E., FORSLID, R. Y HAALAND, J.I. (1996), "Investment creation and diversion in Europe", *The World Economy*, vol. 19, núm. 6.
- BARREL, R. Y PAIN, N. (1999), "Domestic institutions, agglomerations and foreign direct investment", *European Economic Review*, núm. 43 (1999).
- BARRIOS, S. (1998), *Foreign direct investment and industrial development in host countries*, Documento de Trabajo 98-21, FEDEA, Madrid.
- BARRIOS, S., DIMELIS, S., LOURI, H. Y STROBL, E. (2002), *Efficiency spillovers from foreign direct investment in the EU periphery: a comparative study of Greece, Ireland and Spain*, Documento de Trabajo 2002-02, FEDEA, Madrid.
- BLÁZQUEZ, J. Y SEBASTIÁN, M. (2002), "Por qué invierte España en América Latina", *Economistas*, España 2001. Un balance, núm. 91 (extra), marzo.
- BLOMSTRÖM, M. Y KOKKO, A. (1997), *Regional integration and Foreign direct investment. A conceptual framework and three cases*, Policy Research Working Paper núm. 750.
- BUESA, M. Y MOLERO, J. (1998), *Economía Industrial de España. Organización, Tecnología e Internacionalización*, Civitas, Madrid.
- BUCH, C.M., PIAZOLO, D. Y KOKTA (2002), *Foreign Direct investment in Europe: is there redirection from the South to the East?*, III Complutense International Seminar on European Economy, European Economy Group, UCM, Madrid, 13-14 de mayo.
- CAMPA, J.M. Y GUILLÉN, M.F. (1996), "Evolución y determinantes de la inversión directa en el extranjero por empresas españolas", *Papeles de Economía Española*, núm. 66.
- CANTWELL, J. (1987), "The reorganisation of European industries after integration: selected evidence on the role of multinational enterprise activities", *Journal of Common Market Studies*, núm. 26.
- CECCHINI, P. *ET AL.* (1988), *The european challenge 1992: the benefits of a single market*, Aldershot.
- COMISIÓN EUROPEA (1996), "Economic evaluation of the internal market", *European Economy*, 4.
- CORADO SIMOES, V. (2002), *Foreign Direct Investment and learning processes by domestic suppliers: the case of the automotive industry in Portugal*, en "Internacionalización Tecnológica y Empresas Multinacionales. Nuevos retos para las políticas de innovación", El Escorial, 22-26 julio.
- COSTA, M^a.T. (1999), "Estrategias empresariales: localización, internacionalización y globalización", en J.L. García Delgado, *España, Economía: ante el siglo XXI*, Espasa Calpe, Madrid.
- DELGADO, J.M., RAMÍREZ, M. Y ESPITIA, M.A. (1999), "Comportamiento inversor de las empresas españolas en el exterior", *Información Comercial Española*, núm. 780.
- DEVEREUX, M.P. Y GRIFFITH, R. (2001), *The impact of corporate taxation on the location of capital: a review*, Documento preparado para la Conferencia "The international mobility of tax bases, Estocolmo, noviembre.
- DÍAZ MORA, C. (2002), "The role of comparative advantage in trade within industries: a panel data approach for the European Union", *Welwirtschaftliches Archiv*, vol. 138, núm. 2.
- DUCE HERNANDO, M. (1996), "La estimación de las inversiones directas en la Balanza de Pagos", *Información Comercial Española*, núm. 752, abril.
- DUCE HERNANDO, M. (2002), "La metodología de Balanza de Pagos para el estudio de las inversiones exteriores", *Información Comercial Española*, núm. 798, marzo.

- DUNNING, J.H. (1993), *Multinational enterprises and the global economy*, Addison—Wesley.
- DUNNING, J.H. (1995), "Revisión del paradigma ecléctico en una época de capitalismo de alianzas", *Economía Industrial*, núm. 305.
- DUNNING, J.H. (1997), "The European internal market programme and inbound foreign direct investment. Part I y II", *Journal of Common Market Studies*, vol. 35, núms. 1 y 2.
- DUNNING, J.H. (2000), "The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity", *International Business Review*, núm. 9.
- DUNNING, J. Y NARULA, R. (1994), "Transpacific foreign direct investment and the investment development path: the record assessed", *Essays in International Business*, núm. 10, mayo.
- DUNNING, J. Y NARULA, R. eds. (1996), *Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Restructuring*, Routledge. Londres.
- DURÁN HERRERA, J.J. ((2002), "Estrategias de localización y ventajas competitivas de la empresa multinacional española", *Información Comercial Española*, núm. 799.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (1995a), "La inversión directa manufacturera de Japón en la periferia europea", *Economía Industrial*, núm. 306.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (1995b), "Migraciones de empresas: a propósito del caso Gillette", España 1994. Un balance, *Economistas*, núm. 64.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (1997), "¿Avanza la internacionalización de la industria española", *Economistas*, España 1996. Un balance, núm. 74 (extra), marzo.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (2000a), "Expansión y concentración de la actividad productiva internacional", España 1999. Un balance, *Economistas*, núm. 84, extra.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (2000b), "Efectos de la integración sobre la inversión directa extranjera", en R. Myro (dir.), *Economía europea. Crecimiento, integración y transformaciones estructurales*, Civitas, Madrid.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (2000c), "Fusiones y adquisiciones transfronterizas en la era global", en V. Donoso (coord.), *Claves de la economía mundial*, ICES, Madrid.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (2000d), "Concentración y especialización regional de la inversión directa extranjera en España", *Economía Industrial*, núm. 335—336.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (2002), "Desinversiones del capital extranjero en las manufacturas españolas", *Economistas*, España 2001. Un balance, núm. 91 (extra), marzo.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (2003), "El proceso de internacionalización a través de la inversión directa", en J.L. García Delgado, *Estructura Económica de Madrid*, 2ª ed., Civitas, Madrid.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. (2003), "Inversión directa extranjera y sistema productivo: una disociación creciente", España 2003. Un balance, núm. 95 (extra), marzo.
- FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. Y MYRO, R. (1995), "Las migraciones de la actividad industrial en la Unión Europea", *Economía Industrial*, núm. 305.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993), *Manual de Balanza de Pagos*, 5ª ed., Washington.
- GLEASON, K.C., MATHUR, I. Y SINGH, M. (2000), "Wealth effects for acquirers and divestors related foreign divested assets", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 9:1.
- GONZÁLEZ, X. (1999), "Inversión extranjera directa e I+D en las manufacturas", *Revista de Economía Aplicada*, vol. VII, núm. 20.
- GÖRG, H. Y RUANE, F. (1999), "US investments in EU member countries: the internal market and sectoral specialization", *Journal of Common Market Studies*, vol. 37, núm. 2.
- GRAHAM, E.M. (1992a), "Los determinantes de la inversión extranjera directa: teorías alternativas y evidencia internacional", *Moneda y Crédito*, núm. 194.
- HANSON, G.H., MATALONI JR. R.J. Y SLAUGHTER, M.J. (2001), *Expansion strategies of U.S. multinational firms*, NBER Working Paper Series, núm. 8433, Cambridge, Massachusetts.
- LADA, L. (2002), "Las empresas de telecomunicación y las licencias", *Economistas*, España 2001. Un balance, núm. 91, extra.
- LI, J. (1995), "Foreign entry and survival: effects of strategic choices on performance in international markets", *Strategic Management Journal*, núm. 16.
- LIPSEY, R.E. (2000), *Interpreting developed countries foreign direct investment*, NBER Working Papers Series núm. 7810. Cambridge, Massachusetts.
- LÓPEZ, S. (2002), *La internacionalización del sector de las telecomunicaciones español*, "Internacionalización Tecnológica y Empresas Multinacionales. Nuevos retos para las políticas de innovación", San Lorenzo de El Escorial, 22—26 julio.
- LÓPEZ—DUARTE, C. Y GARCÍA—CANAL, E. (1997), "Internacionalización de la empresa española mediante inversión directa en el exterior. Principales rasgos distintivos", *Información Comercial Española*, núm. 761.

- LÓPEZ—DUARTE, C. Y GARCÍA—CANAL, E. (2001), "Empresas conjuntas o adquisiciones en el proceso de inversión exterior", *Economía Aplicada*, núm. 26.
- KAMINSKI, B. (2000), *How accession to the European Union has affected external trade and Foreign direct investment in central european economies*, Prague 2000 Accesion, sesión del FMI/Banco Mundial, Praga, septiembre.
- KAPLAN, S.N. Y WEISBACH, M.S. (1992), "The success of acquisitions: evidence from divestitures", *Journal of Finance*, núm. 47.
- KRUGMAN, P. (1991), *Geografía y comercio*, Antoni Bosch, Barcelona.
- KRUGMAN, P. (1998), "What 's new about the new economic geography?", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 14, núm. 2.
- MARKUSEN, J.R. (1995), "The boundaries of multinational firms and the theory of international trade", *Journal of Economic Perspectives*, núm. 9.
- MARKUSEN, J.R., RUTHERFORD, TH.F. Y TARR, D. (2000), *Foreign direct investment in services and the domestic market for expertise*, NBER Working Papers Series, núm. 7700.
- MARKUSEN, J.R. Y VENABLES, A.J., *Foreign direct investment as a catalyst for industrial development*, Working Paper 6241, NBER, Cambridge, Massachusetts.
- MARTÍN, C. (1998), *España en la nueva Europa*, 2ª ed., Alianza, Madrid.
- MARTÍN, C. Y VELÁZQUEZ, F.J. (1996), "Factores determinantes de la inversión directa en los países de la OCDE: una especial referencia a España", *Papeles de Economía Española*, núm. 66.
- MARTÍN, C., HERCE, J.A. Y VELÁZQUEZ, F.J. (2002), *La ampliación de la UE: efectos sobre la economía española*, Servicio de Estudios de la Caixa, Madrid.
- MARTÍNEZ SERRANO, J.A. Y MYRO, R. (1992), "La penetración del capital extranjero en España", *Moneda y Crédito*, Segunda Época, núm. 194.
- MCCLOUGHAN, P. Y STONE, I. (1998), "Life duration of foreign multinational subsidiaries: evidence from UK northern manufacturing industry, 1970—93", *International Journal of Industrial Organization*, núm. 16.
- MERINO, F. Y SALAS, V. (1995), "Empresa extranjera y manufacturera española", *Revista de Economía Aplicada*, vol. 3, núm. 9.
- MOLD, A. (2001), *Centralisation or dispersion?: a spatial analysis of the impact of the Single Market Programme on the activity of US manufacturing affiliates*, IAIF, Documento de Trabajo núm. 29, Madrid.
- MOLERO, J. (2001), *Industrialisation and internationalisation in the Spanish economy*, Documento de Trabajo 28/01, ESRC "One Europe or several" Programme.
- MOLERO, J. (2002), *Multinational and national firms in the process of technology internationalisation: Spain as in intermediate case*, TSER Project: "Technology, economic integration and social cohesion" (CT95—1005). Madrid.
- MOOJ, R.A. DE Y EDERVEEN, S. (2001), *Taxation and foreign direct investment: a syntesis of empirical research*, Presentado en la Conferencia OCFEB, La Haya, octubre.
- MUÑOZ DE LA TORRE, C., "La inversión directa en los países del Este Europeo(1992-2001)", *Economía Industrial* (en prensa).
- MUÑOZ GUARASA, M. (1999), *La inversión directa extranjera en España: factores determinantes*, Civitas, Madrid.
- MUÑOZ GUARASA, M. (2000), "Las nuevas fuentes estadísticas sobre inversión extranjera en España", *Boletín Económico de ICE*, núm. 2646, 13–19 de marzo.
- MYRO, R. (1992), "La competitividad de la industria española", en J.L. García Delgado, y J.Mª. Serrano Sanz, *Economía española, cultura y sociedad. Homenaje al profesor Velarde*, Eudema, Madrid.
- MYRO, R., FERNÁNDEZ—OTHEO, C.M. Y MORA, A. (1996), *Las migraciones de la actividad industrial en la Unión Europea*, Colección Pablo Olavide, Junta de Andalucía, Sevilla.
- MYRO, R. Y DÍAZ MORA, C. (2001), *The integration of Spain in the European Union: main industrial effects*, Papeles de Trabajo núm. 0101, Instituto Universitario Ortega y Gasset, Madrid.
- MYRO, R. Y GANDOY, R. (2001), "Sector industrial", en J.L. García Delgado, *Lecciones de economía española*, 5ª ed., Civitas, Madrid.
- MYRO R. Y ÁLVAREZ LÓPEZ, E. (2002), *Specialization in manufacturing industry in Europe*, Jornadas de Economía Aplicada, Oviedo, junio
- NARULA, R. Y WAKELIN, K. (1995), *Technological competitiveness, trade and foreign direct investment*, Documento de Trabajo, Universidad de Limburg, Maastricht.
- NARULA, R. Y WAKELIN, K. (1997), *The pattern and determinants of US foreign direct investment in industrialised countries*, Research Memoranda 001/ Universidad de Maastricht: Merit.

- OCDE (1999), *OECD benchmark definition of foreign direct investment*, 3ª ed.
- OCDE (2002), *Trends and recent developments in foreign direct investment*, París.
- PORTER, M. (1992), *The competitive advantage of nations*, The Free Press, Nueva York.
- RODRÍGUEZ, D. (2002), "Telecomunicaciones: el año que vivimos peligrosamente", *Economistas*, España 2001. Un balance, núm. 91, extra.
- RODRÍGUEZ—CLARE, A. (1996), "Multinationals, linkages and economic development", *American Economic Review*, núm. 86
- RODRÍGUEZ TENÉS, E. Y SÁNCHEZ TRUJILLO, A.Mª. (1996), "La nueva Balanza de Pagos: una necesaria y difícil adaptación al fenómeno de la, globalización", *Papeles de Economía Española*, núm. 66.
- SANTILLANA, I. Y MALLOL, J. (1994), "Una experiencia de internacionalización empresarial: Telefónica", *Economistas*, núm. 62.
- SHATZ H.J. Y VENABLES, A. (2000), "The geography of international investment", en G.L. Clark, M. Feldman y M.S. Gertler, *The Oxford Handbook of Economic Geography*, Oxford University Press.
- TORRERO MAÑAS, A. (2000), "El riesgo financiero de la economía española", *Boletín de Información Comercial Española*, núm. 2661, 31 julio–3 septiembre, Madrid.
- UNCTAD (1997, 2002), *World Investment Report*. Ginebra.
- VELÁZQUEZ, J. (1997), *Determinantes de la entrada de empresas extranjeras en la industria manufacturera española*, Tesis Doctoral, Universidad Complutense, Madrid.
- VENABLES, A. (1999), *Regional integration Agreements: a force for convergence or divergence*, Annual Bank Conference on Development Economics, París, junio.